



**MÁSTER UNIVERSITARIO EN ECONOMÍA
INTERNACIONAL Y DESARROLLO
UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID**

TRABAJO DE FIN DE MÁSTER

**Financiarización de las
grandes empresas “españolas”**

Nombre y apellidos del autor: Alfredo del Río Casasola

Nombre y apellidos del tutor: María José Paz Antolín

Fecha de presentación: septiembre de 2013

Resumen:

Una de las principales tesis de la financiarización se refiere a la creciente desvinculación que se está produciendo entre los beneficios y la inversión en algunas de las economías más desarrolladas debido al exacerbado aumento de la actividad financiera. En base a una serie de aportaciones, relacionadas con la relevancia de las inversiones externas, de autores críticos con dicha tesis, hemos identificado la relevancia de la unidad de análisis a la hora de analizar este fenómeno. Por ello, utilizamos un grupo de grandes empresas “españolas” para discernir si su comportamiento es similar al de la economía española. Pero la especificidad de la economía española, derivada fundamentalmente de su sobreespecialización en el sector de la construcción, y sus deficiencias productivas, le llevan a experimentar una tasa de beneficio decreciente –excepto a partir de 2010- y, en consecuencia, a no representar un ejemplo de la tesis de la financiarización analizada. En relación a las grandes empresas, éstas también evidencian unas tendencias similares –excepto en los primeros años estudiados- caracterizadas por un tasa de beneficio y de acumulación decrecientes que, si bien no son resultado de la obstrucción provocada por el aumento de las inversiones financieras, sí están influenciadas por una continua transferencia de beneficios a la esfera financiera. Por último, al dividir dichas empresas en dos subcategorías, “matrices españolas” y “filiales extranjeras”, sí observamos un patrón de comportamiento más financierizado ya que éstas últimas, al prácticamente no efectuar inversiones en el exterior, reflejan una gran caída en la inversión y, en consecuencia, una creciente separación entre beneficios y acumulación. En suma, ni la economía española ni las grandes empresas permiten contrastar de forma evidente dicha tesis de la financiarización, lo que nos induce a realizar otros estudios empíricos y nos sugiere la posibilidad de que el auge de la actividad financiera pueda ser la manifestación de otros cambios más profundos en la economía mundial.

Abstract:

One of the most important Financialization's thesis is the increasing difference that is occurring between profits and investment in some of the most developed economies on the world own to the great increase of the financial activities. Based on some authors who are critical with this thesis and their several contributions related to the importance of foreign investment, we have identified the relevance of the “analytical perspective” to analyze this phenomenon. Therefore we have used a group of big “Spanish” companies to figure out whether there is similar behavior in relation with the Spanish economy or not. However, Spanish economy's specific characteristics, mainly resulting from its over-specialization in the construction sector and its production deficiencies, led the situation into a declining rate of profit -except since 2010. Consequently, it doesn't represent a good example of the financialization's thesis which is studied. The big companies have similar trends –except in the early studied years- which are characterized by a decreasing rate of profits and accumulation. Although they aren't obstructed by the increase in the financial investment, they are influenced by a continuous transfer of benefit to the financial sphere. Finally, we divided these firms into two subgroups, “Spanish holdings” and “Foreign subsidiaries”. We observed there is a more financialised pattern because of the “Foreign subsidiaries”, which barely did foreign investment, reflecting a large decline in investment, and consequently, a bigger difference between benefits and accumulation. To sum up, neither the Spanish economy or big companies represent clearly the financialization's thesis mentioned above. This fact leads us to keep doing more research and let us consider that the rise of financial activity may be the manifestation of deeper changes in the world's economy.

Índice:

1. INTRODUCCIÓN	1
2. LA ESENCIA DE LA FINANCIARIZACIÓN DESDE DIFERENTES PERSPECTIVAS.....	2
3. BENEFICIOS E INVERSIÓN: ¿TENDENCIAS DISPARES?	9
3.1. LA PERSPECTIVA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA	10
3.2. ASPECTOS METODOLÓGICOS DE LA PERSPECTIVA EMPRESARIAL	13
3.3. LA PERSPECTIVA DE LAS GRANDES EMPRESAS	14
3.4. “MATRICES ESPAÑOLAS” VS. “FILIALES EXTRANJERAS”: DIFERENTES PATRONES.....	19
4. CONCLUSIONES	21
5. BIBLIOGRAFÍA	23
6. ANEXOS	25

Índice de cuadros, tablas y gráficos:

Cuadro 2.1: La financiarización desde diferentes perspectivas.....	4
Tabla 2.1: Tasas de variación FBKF (%).....	8
Gráfico 3.1: Economía española.....	10
Gráfico 3.2: Grandes empresas.....	15
Gráfico 3.3: Inversión financiera.....	16
Gráfico 3.4: Resultado financiero.....	17
Gráfico 3.5: “Matrices españolas”.....	20
Gráfico 3.6: “Filiales extranjeras”.....	20

1. INTRODUCCIÓN

La financiarización es uno de los fenómenos que más atención y dedicación está concentrando en la literatura académica, mayoritariamente, desde la década pasada y en las regiones del mundo más desarrolladas, es decir, América del Norte y Europa Occidental. La constatación del ascenso de la actividad financiera en los centros capitalistas más importantes y de una serie de cambios cualitativos en los mercados financieros internacionales han sido los factores más relevantes a la hora de explicar la proliferación de estos análisis, que en su mayoría se alejan, tanto teórica como metodológicamente, de la teoría económica dominante.

Dentro de una caracterización más amplia del actual patrón de acumulación, que incluye numerosos aspectos e incluso una explicación de la crisis actual, una de las principales tesis a la que aluden la mayoría de teóricos de la financiarización es la creciente desvinculación entre los beneficios empresariales y la inversión¹. Según estos autores y autoras, esto se produce debido a una multiplicidad de mecanismos que incentivan la transmisión de recursos a la esfera financiera, mientras que otros afirman que dicha tesis está relacionada con la utilización de las economías nacionales como unidad de análisis, lo que supone una compartimentación artificial en una economía mundial cada vez más globalizada y en la que las inversiones extranjeras (IED) se incrementan rápidamente. Ésta y otras aportaciones de un pequeño grupo de autores, críticos con los principales teóricos de la financiarización, nos han sugerido la gran relevancia de la unidad de análisis empleada en el intento por comprender mejor la esencia del proceso de auge de la actividad financiera. Además nos han servido de fundamento general para la formulación de la pregunta que orienta la investigación, ésta es, si la desvinculación entre beneficios e inversión se constatará también desde la perspectiva empresarial. Por tanto, los objetivos del presente trabajo son, por un lado, analizar si la economía española experimenta dicha separación entre beneficios e inversión y, por otro lado, el más importante en relación al debate teórico del siguiente apartado, que se basa en constatar si la perspectiva de las grandes empresas españolas² nos ofrece una tendencia diferente, durante los últimos quince años, a la de la economía en su conjunto.

El interés por la economía española deriva, por una parte, de la especificidad de su financiarización que, tal y como exponen López y Rodríguez (2010), está asociada principalmente a la sobreexplotación del territorio y al mercado inmobiliario; y, por otra parte, de la implicación de ésta en las características del patrón de acumulación de las últimas décadas. Por otro lado, la elección de las grandes empresas se fundamenta en que dicha perspectiva de análisis permite captar las inversiones realizadas en el exterior de una economía nacional, es decir, el análisis sobre los beneficios y la inversión no queda limitado por las fronteras de una economía nacional. Además es importante mencionar su creciente peso tanto a nivel internacional como en la economía española donde, representando únicamente el 0,1 del total de las empresas, aglutinaban en 2010, el 27% del empleo asalariado y el 35% del valor añadido bruto. Si bien es cierto que ambos datos son menores, un 5% y un 7% respectivamente, a

¹ La aproximación a estas variables suele ser a través de la tasa de beneficio y la tasa de acumulación, respectivamente, aunque no hay un consenso claro sobre su cálculo. En lo que respecta a la inversión, a priori la medición contabiliza la inversión productiva (a la que nos referiremos indistintamente con los términos de inversión, acumulación y formación bruta de capital fijo o FBKF) y no la inversión financiera, es decir, que sólo tiene en cuenta las inversiones que supongan un aumento de la capacidad productiva. En la realidad dicha distinción es cada vez más compleja, lo que supone una dificultad añadida para el análisis empírico expuesto más adelante.

² La delimitación de estas grandes empresas españolas se recoge en el *apartado* 3.2. de este trabajo.

los de la media de la UE-27³, su importancia relativa queda fuera de cualquier duda. Con respecto al periodo de análisis, la perspectiva empresarial abarca desde 1997 hasta 2011, ambos incluidos, debido fundamentalmente a las limitaciones relacionadas con la disponibilidad de los datos. Aunque un período más amplio, como por ejemplo el utilizado para el total de la economía española, facilitaría una investigación más completa, el intervalo temporal mencionado es lo suficientemente largo como para observar la tendencia de las variables objeto de estudio ya que incluye etapas expansivas y otras recesivas, es decir, estará coyunturalmente menos influenciado.

La estructura del trabajo consta de un primer apartado en el que se presenta el debate en torno a la tesis de la financiarización objeto de estudio, a través de las diferentes posturas de un conjunto de autores y autoras muy heterogéneo, así como la ubicación de este trabajo en el mismo. Seguidamente, se encuentra la parte central del trabajo que se divide en cuatro subapartados: primero, los datos relativos a la economía española en su conjunto y después, la parte empírica relacionada con la perspectiva empresarial. Ésta presenta una pequeña referencia a aspectos metodológicos, los datos relativos al agregado de empresas y a los dos grupos de empresas diferenciados según su nacionalidad y su posición empresarial. Finalmente, el trabajo expone una serie de conclusiones cuya pretensión no es realizar grandes extrapolaciones -por lo concreto del análisis efectuado- pero sí reformular lo más relevante del trabajo.

2. LA ESENCIA DE LA FINANCIARIZACIÓN DESDE DIFERENTES PERSPECTIVAS

Este apartado pretende encuadrar la parte empírica del trabajo en torno al debate existente sobre la tesis de la financiarización mencionada anteriormente, ésta es, la desvinculación entre los beneficios y la inversión. El esfuerzo por describir el nuevo patrón de acumulación, gestado durante los años sesenta y que comenzó a desarrollarse después de la segunda crisis petrolera, ha llevado a muchos autores y autoras a utilizar el concepto de financiarización para denotar el conjunto de elementos más relevantes y novedosos de éste. Aunque existen importantes diferencias entre todos ellos, tanto en la definición como en el uso del término, una de las definiciones más amplias y en la que se pueden encuadrar múltiples aspectos es la de Krippner (2005), quién afirma que la financiarización designa: “un nuevo patrón de acumulación en el cual la realización de beneficios tiene lugar fundamentalmente a través de los canales financieros, en lugar de a través del comercio y la producción de las mercancías”⁴. Además destacamos otras dos diferencias importantes, que se refieren a dos líneas interpretativas identificadas en torno a la financiarización y a las distintas unidades de análisis desde las que se abordan estos estudios. Estos dos elementos guiarán el desarrollo de este apartado que, si bien hace referencias a diferentes aspectos de la financiarización, se centra en lo que consideramos la esencia de la financiarización, esto es, la desvinculación entre beneficios e inversión.

Primero, aunque hay bastante consenso con respecto al contexto -inicio políticas neoliberales- y al momento en el que comienzan a adquirir relevancia las nuevas finanzas -finales de los 70 y principios de los 80-, existen dos líneas interpretativas

³ Datos de la Encuesta de Coyuntura laboral del Ministerio de Empleo y Seguridad Social y de EUROSTAT.

⁴ Es importante resaltar que esta definición sitúa a los beneficios como la variable clave del proceso de acumulación, lo que se ajusta perfectamente a la aproximación y al objeto de estudio de este trabajo.

fundamentales sobre los orígenes del ascenso de las finanzas⁵. Por un lado, aquellos autores que se adhieren a las tesis de la financiarización sostienen, en general, que la causa del estancamiento de la actividad productiva es el crecimiento de la esfera financiera tanto en términos cuantitativos como cualitativos. Esto es evidenciado por Palley (2007), uno de los defensores de estas tesis, que sostiene que la financiarización es la causa de los cambios macroeconómicos que han dado lugar al estancamiento económico y a una distribución del ingreso más desigual. Por otro lado, hay unos pocos autores que critican estas tesis porque no las entienden como la causa principal de la actual crisis económica o porque no identifican que esos aspectos sean una novedad en el proceso de acumulación. En este sentido, sostienen que la causa del auge de la actividad financiera está en las dificultades de valorización del capital en la esfera productiva, por lo que adquieren una perspectiva de más largo plazo para explicar la situación de sobreacumulación de capital que ha terminado por colapsar la economía de las grandes potencias. Un ejemplo de esta línea interpretativa es la obra de Bellamy (2008), donde el autor afirma que en un contexto de sobrecapacidad instalada y escasas oportunidades de inversión rentable, el estancamiento se convierte en la causa principal del creciente desvío de recursos a las finanzas especulativas. Por tanto, para ellos la financiarización es únicamente una manifestación o un efecto del verdadero problema del proceso de acumulación de capital, su tendencia a la sobreacumulación.



Segundo, la unidad de análisis constituye una diferencia relevante, especialmente, entre las dos líneas interpretativas expuestas. Dicha discrepancia se basa en la crítica que realizan algunos autores a la perspectiva de la economía nacional como la unidad de análisis óptima para el estudio de la tesis de la financiarización que es objeto de nuestro estudio. Por ejemplo, Gill (2010) expone, contradiciendo al autor francés Michel Husson, que la apertura creciente de la “tijera” entre los beneficios y la acumulación⁶ no existe si se tienen en cuenta las inversiones masivas que se están realizando en los países emergentes. En el mismo sentido, Astarita (2008:6) afirma que “si bien la inversión se debilitó en los países adelantados durante el último decenio, globalmente la tasa de inversión se mantuvo relativamente alta”. Por tanto, estas aportaciones implican que la perspectiva nacional tiene importantes limitaciones a la hora de analizar nuestro objeto de estudio ya que no tiene en cuenta las inversiones al exterior de las fronteras nacionales. En cambio el análisis, tanto a partir de la economía mundial como desde las empresas, fundamentalmente las grandes empresas, tiene la ventaja de no acotarse a la contabilidad nacional en un contexto en el que las fronteras se van difuminando al compás de la actividad de las multinacionales, por lo que dicho análisis captaría la evolución de la inversión de forma más global. De esta manera queda evidenciada la importancia de la elección y la especificación de la unidad de análisis en función de los aspectos que se pretenden examinar.

Teniendo en cuenta estos dos elementos, el Cuadro 2.1 recoge las aportaciones más representativas del debate existente sobre la esencia de la financiarización, utilizando como hilos conductores a la unidad de análisis escogida por cada autor/a y a las dos líneas interpretativas que hemos diferenciado. Además es necesario mencionar que

⁵ Aunque no se acota a la tesis de la financiarización analizada, la distinción que en este apartado se recoge es funcional para presentar nuestro objeto de estudio y contextualizarlo. Evidentemente es una simplificación ya que las diferencias tanto entre los autores de la financiarización como entre los que critican dichas tesis son muy variadas. Para ver una clasificación detallada de muchas de las posiciones alrededor de la financiarización, véase, por ejemplo, Álvarez (2013).

⁶ El concepto de “tijera” entre beneficios y acumulación hace referencia a la similitud gráfica de la apertura de las hojas de unas tijeras con un gráfico en el que los beneficios evidencian una tendencia creciente mientras que la acumulación decrece.

las posiciones recogidas en los párrafos posteriores no tratan de abarcar todas las aportaciones relacionadas con la financiarización sino que pretenden repasar las diferentes posturas existentes en la literatura en torno a nuestro objeto de estudio -la creciente “tijera” entre beneficios e inversión-, así como a los aspectos más interconectados con éste.

Cuadro 2.1: La financiarización desde diferentes perspectivas		Posiciones en el debate	
		Financiarización	Crítica a la financiarización
Unidad de análisis	Economía mundial	- Crecimiento de las finanzas Obstrucción de la inversión productiva 	- Dificultades de valorización del capital en la producción  Auge de las finanzas
	Economías nacionales	- Desvinculación beneficios e inversión productiva	- Importancia de la inversión externa
	Empresas	- Corporate governance - Modificación perímetro empresarial	- Prioridad del conflicto capital-trabajo

Fuente: Elaboración propia.

En primer lugar, la perspectiva de la economía mundial se basa en la percepción de que en los centros capitalistas se habían alterado las bases del modelo de crecimiento fordista y eso fue lo que motivó el intento de numerosos autores por caracterizar el nuevo patrón de acumulación⁷. En lo que se refiere a las posiciones encuadradas dentro de la Financiarización, que entienden este fenómeno como el elemento central de la dinámica reciente de la economía mundial y como una de las principales causas de la actual crisis económica, destaca la constatación del crecimiento exponencial de los mercados financieros internacionales sin un reflejo similar en las variables productivas, lo que evidencia, según la mayoría de autores, que al destinarse tantos recursos a inversiones financieras, las inversiones productivas se ven afectadas negativamente. Por ejemplo, Álvarez y Medialdea (2009) muestran datos sobre el gran crecimiento de algunos índices bursátiles o del mercado de divisas, que en 2006, llegó a superar en 15 veces el valor diario del PIB o en 60 veces el valor del comercio internacional. Por su parte, Bustelo (2007) muestra datos sobre el crecimiento de los flujos internacionales de capital, que aumentan más de un 10% con respecto al producto bruto mundial desde 1985 a 2005, o del mercado de derivados, que se incrementa desde el 33,3% del producto bruto mundial en 1991 al 800% en 2005.

⁷ La literatura sobre la financiarización también ha dado lugar a un renovado esfuerzo por caracterizar y clarificar la categoría de capital financiero. Por ejemplo, véase: Álvarez (2013), Astarita (2008), Chesnais (2003a), Husson (2009), Mateo (2010) o Serfati (2003). En este trabajo, sin entrar al debate, compartimos las posturas de Mateo (2010) o Serfati (2003) relacionadas con el rechazo a las visiones del capital de manera fragmentada ya que entendemos que la esencia del capital es la relación social existente entre los propietarios de los medios de producción y los trabajadores “libres”. Aunque esto no implica la posibilidad de que, en un determinado momento histórico, una fracción del capital adquiera mayor protagonismo que el resto y, por lo tanto, pueda influir de manera determinante en la dinámica de acumulación.

Algunos mecanismos por los que la progresiva importancia del sistema financiero obstruye la inversión productiva son la configuración de un nuevo contexto, alrededor de las finanzas internacionales, dominado por la liquidez y por el papel de los inversores institucionales. Con respecto a la liquidez, Hallary (2003) sostiene que las empresas se han acostumbrado a mantener un “botín de guerra” para poder invertir ante cualquier oportunidad de inversión que aparezca, lo que influye negativamente en las inversiones productivas⁸. En lo que se refiere al papel de los inversores institucionales, tal y como expone Chesnais (2003b), destaca que los mercados financieros y los inversores institucionales determinan tanto el horizonte como los ámbitos de valorización del capital. En este sentido, la prioridad por el corto plazo, impuesta por este tipo de inversores, supone un freno para las inversiones productivas. Además otro factor importante a nivel mundial, aunque menos desarrollado por la literatura de la Financiarización, es el desarrollo de la innovación financiera que dio lugar a nuevos instrumentos financieros⁹.

Por otro lado, entre las aportaciones encuadradas como Críticas a la financiarización destaca, en su búsqueda por encontrar la esencia del fenómeno, la centralidad que otorgan a la esfera productiva. En este sentido, Bellamy (2008:16) afirma que “la financiarización es más una forma de compensar la enfermedad subyacente que afecta a la propia acumulación de capital” y Astarita (2008) sostiene que el desvío de inversiones a la esfera financiera tiene por origen la debilidad del ámbito productivo. Completando ambas aportaciones, Brenner (2009) defiende que los problemas de la esfera productiva se asientan fundamentalmente en la tendencia a la sobrecapacidad de la industria, lo que lastra la rentabilidad de las nuevas inversiones. Por su parte, Mateo (2010) critica la Financiarización por explicar la falta de inversión en base a una causalidad que parte del ámbito financiero en vez de entender que la debilidad de la acumulación es el principal factor de la primacía de las finanzas. Por tanto, estos autores, a través de un análisis histórico y profundo de la evolución de la economía mundial, la cual es su perspectiva predilecta a la hora de refutar algunos análisis basados en las economías nacionales, defienden que el neoliberalismo es una estrategia política determinante para confrontar las crecientes contradicciones del ámbito productivo y entienden que el auge de las finanzas es una consecuencia de lo anterior.

En segundo lugar, el cuadro recoge el prisma de las economías nacionales, que es el más común en lo que se refiere a los análisis sobre la tesis de la financiarización objeto de estudio. Muchos autores muestran datos de distintas economías, mayoritariamente desarrolladas, relacionados con la tasa de acumulación o de inversión neta para sustentar su ralentización en comparación con la tasa de beneficio. Husson (2009b) incluso construye un nuevo indicador, la tasa de financiarización¹⁰, para relacionar ambas variables y la utiliza también para definir el fenómeno en sí mismo. Por su parte, Albarracín y Gutiérrez (2012) muestran como el alto apalancamiento y la prioridad de distribuir dividendos arrinconan a la inversión. Esta tesis ha dado lugar a, lo que se ha llegado a llamar, la cuestión marxista (¿por qué las

⁸ En muchas ocasiones esta situación supone contabilizar esas cantidades como reinversión de utilidades ya que las empresas transnacionales las mantienen en los países de origen para evitar mayor carga fiscal. Realmente dichas cantidades no se suelen invertir en actividades productivas sino que se mantienen en inversiones a corto plazo y así aumentan la liquidez de estas empresas. Este es un ejemplo más de la dificultad de la distinción entre inversión productiva y financiera.

⁹ Para una explicación más extensa del origen y de las implicaciones de esa “ingeniería financiera”, véase Vilariño (2011).

¹⁰ La tasa de financiarización es utilizada para ilustrar la parte de los beneficios no invertidos y se calcula como la diferencia entre el margen de beneficio y la tasa de inversión.

empresas no reinvierten sus beneficios?)¹¹ y, en consecuencia, a una proliferación de estudios sobre los determinantes de la inversión. Por eso, es interesante en este punto el matiz que aportan López, Dávila y López (2012) sobre los beneficios, sus determinantes y los efectos que la financiarización tiene sobre éstos. Dichos autores apuntan las variables de demanda agregada que han sido protagonistas en relación al crecimiento de los beneficios –la inversión hasta el inicio de la crisis y posteriormente el déficit público–, así como la progresiva importancia de los beneficios extraordinarios derivados del cambio de valor de los activos.

Algunos mecanismos a través de los cuales se genera esta situación son la desregulación financiera llevada a cabo por los gobiernos de la gran mayoría de los países, el aumento del poder de los rentistas, los crecientes ingresos financieros y el mayor peso del sector financiero. Con respecto a los rentistas, Stockhammer (2004) les define como capitalistas que no participan directamente en el proceso productivo y que reciben parte de los beneficios, en forma de dividendos o intereses, porque aportan la financiación necesaria para el desarrollo del negocio. Dicho empoderamiento genera una menor inversión productiva a través de la punción que efectúan estos rentistas sobre el beneficio empresarial, lo que se traduce en una mayor distribución de dividendos y mayores ingresos financieros. En este punto es interesante añadir el concepto de “expropiación financiera”, que Lapavistas (2009) define como un proceso por el cual las instituciones financieras logran apropiarse de beneficios provenientes de las rentas del trabajo debido a la creciente implicación de los trabajadores en el sistema financiero. Ambos procesos están directamente relacionados con la mayor importancia de los ingresos financieros, datados, entre otros muchos trabajos, por Álvarez (2012) para la economía española. Además es común la referencia al mayor peso del sector financiero dentro de una economía determinada como, por ejemplo, hace Palazuelos (2011) con EE.UU., lo que además le sirve para establecer una de las características principales de su concepto de financiarización.

Aunque Álvarez (2011) insinúa que es necesario realizar múltiples estudios a nivel nacional porque la plasmación de este fenómeno es diferente en cada país y eso da lugar a “variedades de financiarización”, hay que resaltar que dentro de la perspectiva de las economías nacionales tiene especial relevancia el caso de EE.UU. Algunos autores, como Shaikh (2012), lo justifican porque es el centro del mundo y el lugar donde se originó la crisis actual y otros, como Chesnais (2003), afirman incluso que un rasgo propio del régimen de acumulación financiarizado es que EE.UU. marca las tendencias fundamentales de la economía mundial, las cuales son transmitidas al resto de países. Por su parte, Palazuelos (2011) utiliza las tesis de la financiarización para analizar el modelo de crecimiento de la economía de EE.UU. durante las tres últimas décadas, lo que nos lleva a reconocerla como la economía financiarizada por excelencia.

Por otro lado, como vimos anteriormente, las críticas a la principal tesis de la financiarización giran en torno a la importancia de la IED por parte de los países más desarrollados.¹² Por ejemplo, Gill (2010) argumenta que si se tienen en cuenta a los países emergentes, especialmente a los BRIC y a los exportadores de petróleo, no se puede afirmar que la acumulación se ha ralentizado ya que la tasa de inversión total en estos países ha crecido notablemente. Además, a nivel mundial, la tasa de inversión en relación al PIB, aunque decreció notablemente en 2002, se ha

¹¹ Véase Álvarez (2013:138), donde se refleja detalladamente el origen de este interrogante.

¹² Estos autores, en sus críticas a la perspectiva nacional, utilizan fundamentalmente la economía mundial, por lo que la ubicación en este cuadrante corresponde a la coherencia expositiva.

incrementado del 23,5% en 1998 al 26,5% en 2008. Por su parte, Astarita (2008) trata de negar que el crecimiento de los últimos años tenga carácter ficticio afirmando que en ese período el sistema capitalista se ha extendido a lugares como China, el sudeste asiático o los países europeos ex comunistas, donde ha habido una fuerte acumulación. Dicha afirmación la sustenta con datos agregados a nivel mundial sobre la inversión como porcentaje del PIB, que se mantienen en torno al 22% desde 1986 hasta 2001, y con los mismos datos para EE.UU. y los países asiáticos en desarrollo, donde se observan unos ratios del 19% y 32% respectivamente. Asimismo Krippner (2005), en su análisis sobre la economía estadounidense, reconoce que la financiarización de EE.UU. podría estar muy influenciada por la reorganización de la producción a nivel mundial mientras que la actividad financiera sigue localizada en la economía doméstica.

De igual forma, nosotros también confirmamos la creciente magnitud de las inversiones recibidas por parte de los países subdesarrollados ya que, por ejemplo, en lo que se refiere a los flujos recibidos de IED, los países en desarrollo han superado, por primera vez en la historia, a los países desarrollados¹³. Esto nos ofrece un indicio de que la desvinculación entre beneficios e inversión, analizada desde una economía nacional, se puede basar en una apariencia limitada precisamente por la perspectiva desde la que se analiza. Asimismo, como se puede ver en la Tabla 2.1, a nivel mundial la tasa de crecimiento de la FBKF, si bien ha ido decreciendo a lo largo de las últimas décadas, actualmente refleja datos que no se corresponden con los de una situación de estancamiento¹⁴. Por su parte, la tendencia del conjunto de países más desarrollados (OCDE) es similar a la global pero con una desaceleración más pronunciada ya que en la década pasada registra una tasa de crecimiento muy cercana a cero. En lo que respecta a los centros capitalistas -América del Norte y la UE-, ambas regiones crecieron más en los años 90 que en los 70 pero en la década pasada reflejan una situación contrapuesta ya que la UE crece por encima de la media de la OCDE mientras que Norteamérica registra incluso una tasa negativa. En cambio el sur de Asia y Latinoamérica, muestran altas tasas de crecimiento de la inversión, lo que supone el sustento principal del dato de la media mundial. Esto implica un cambio importante con respecto a las décadas anteriores, en las que los países más desarrollados eran los principales polos de atracción de las inversiones. Aún así estas evidencias no suponen, al menos de momento, un cambio geográfico de los centros capitalistas pero sí muestran la importancia de atender a los países subdesarrollados a la hora de analizar la situación de la inversión a nivel mundial.

¹³ Datos de la UNCTAD correspondientes al 2012. En lo que concierne a la IED emitida, los países en desarrollo no alcanzan ni siquiera un tercio del total mundial mientras que los países desarrollados aglutinan alrededor del 65% del total.

¹⁴ Esto se puede constatar incluso sin tener en cuenta los datos del último intervalo (2010-11) recogido en el cuadro. Además entre 2000-09 hay que tener en cuenta que los tres últimos datos del período se encuadran en una de las crisis económicas más profundas de las últimas décadas.

Tabla 2.1: Tasas de variación FBKF (%)	1966-69	1970-79	1980-89	1990-99	2000-09	2010-11
Mundo	7,30	3,80	3,09	2,79	2,65	4,38
OCDE	7,49	3,36	3,12	3,10	0,57	2,09
América del Norte	2,83	4,38	2,81	5,38	-0,03	2,48
UE	-	2,13	2,32	2,58	1,12	0,48
Sur de Asia	0,66	4,31	6,23	6,53	9,74	8,41
Latinoamérica y Caribe	-	7,46	-0,68	4,02	4,30	9,68

Fuente: Elaboración propia con datos del BM¹⁵

En tercer lugar, con respecto al ámbito de análisis de las empresas, varios autores de la Financiarización destacan su utilidad pero no suelen relacionarlo con nuestro objeto de estudio sino que se refieren a otras cuestiones de carácter más cualitativo. Algunos autores defienden esta perspectiva, por ejemplo, Orhangazi (2007) aludiendo a las mayores posibilidades de éstas a verse influenciadas por los efectos de la financiarización o Albarracín y Gutiérrez (2012:10) afirmando que “los objetivos de las empresas son determinantes para entender en términos históricos la evolución del régimen de acumulación global y el capitalismo”. En cuanto al contenido de este tipo de investigaciones, que se suelen ceñir a las empresas no financieras, se refieren fundamentalmente a cambios cualitativos derivados de la implantación del corporate governance¹⁶ y de la modificación del perímetro empresarial, los cuales actúan como mecanismos que obstruyen la inversión productiva. De esta manera, tal y como muestran Luengo y Álvarez (2011) las estrategias empresariales priorizan la maximización del valor bursátil de las acciones para así poder generar la mayor rentabilidad financiera posible. Este tipo de estrategias, como muestran también Albarracín y Gutiérrez (2012), provocan reestructuraciones -ya sean externalizaciones, subcontrataciones, fusiones o adquisiciones- que busquen principalmente un aumento del poder de mercado y que modifican la actividad controlada de forma directa por las empresas. Por otro lado, Serfati (2003) sostiene que la prioridad que se le otorga, en la evaluación de la gestión y los resultados empresariales, a indicadores como el EVA¹⁷ muestra la lógica financiera en todo tipo de empresas y afecta negativamente a las inversiones a largo plazo y al I+D. Asimismo en relación al estancamiento de la acumulación destacan los estudios empíricos que profundizan sobre los efectos de la financiarización en la inversión no financiera. Por ejemplo, Orhangazi (2007) o Álvarez (2013), realizan este tipo de análisis mediante modelos econométricos con datos de

¹⁵ Los datos expuestos son los promedios de las tasas de variación de la FBKF de los años incluidos en cada período. En los casos de la UE y Latinoamérica y el Caribe, los datos expuestos en el intervalo 1970-79, no incluyen el año 1970 por falta de datos.

¹⁶ Es un término que designa la novedosa y cada vez más extendida forma de gestión empresarial basada en el gran poder adquirido por los accionistas.

¹⁷ El EVA (Economic Value Added) se define como el valor que una empresa aporta después de descontar el coste de financiación de los activos de dicha empresa. Para más detalles sobre su cálculo y sus implicaciones económicas, véase Husson (2009a).

panel de grandes empresas americanas y francesas respectivamente, concluyendo ambos que las variables elegidas como proxies de la financiarización se correlacionan negativamente con la inversión. Por último, también es resaltable la advertencia que realizan Dallery y van Treeck (2009) quienes, partiendo de un análisis postkeynesiano de la empresa, afirman que la percepción macroeconómica basada en que las empresas mantienen altas tasas de rentabilidad junto a una acumulación descendente, no debe conformar la idea de que existe un *trade-off* a nivel microeconómico entre acumulación y beneficios.

Con respecto a los autores críticos de la financiarización, las aportaciones encuadradas en esta unidad de análisis están más relacionadas con la pugna existente entre los trabajadores y los capitalistas que con lo expuesto por los defensores de la Financiarización. Tal y como muestra Astarita (2008), las últimas décadas no deben ser entendidas como un asalto del capital financiero al resto de capitalistas sino como algo más profundo en donde destaca una mayor sumisión del trabajo al capital. Además destaca que el alto nivel del ratio capital-trabajo es una de las causas principales del aumento de las contradicciones en la esfera productiva y reconoce que las sociedades por acciones, si bien son funcionales a la acumulación, al transmitirse a los mercados secundarios generan un campo privilegiado para la especulación. Este punto puede completarse con otros elementos como, por ejemplo, que la debilidad de la inversión productiva en los países más desarrollados debe enmarcarse en un contexto sin ningún cambio tecnológico importante, a excepción de las TIC, que fomente la incorporación de innovaciones de gran calado a los procesos productivos. De igual forma, la liberalización de los movimientos de capital, que se ha ido efectuando durante las últimas décadas, no ha tenido su reflejo en la liberalización del factor trabajo, lo que ha supuesto una mayor disciplina sobre este último.

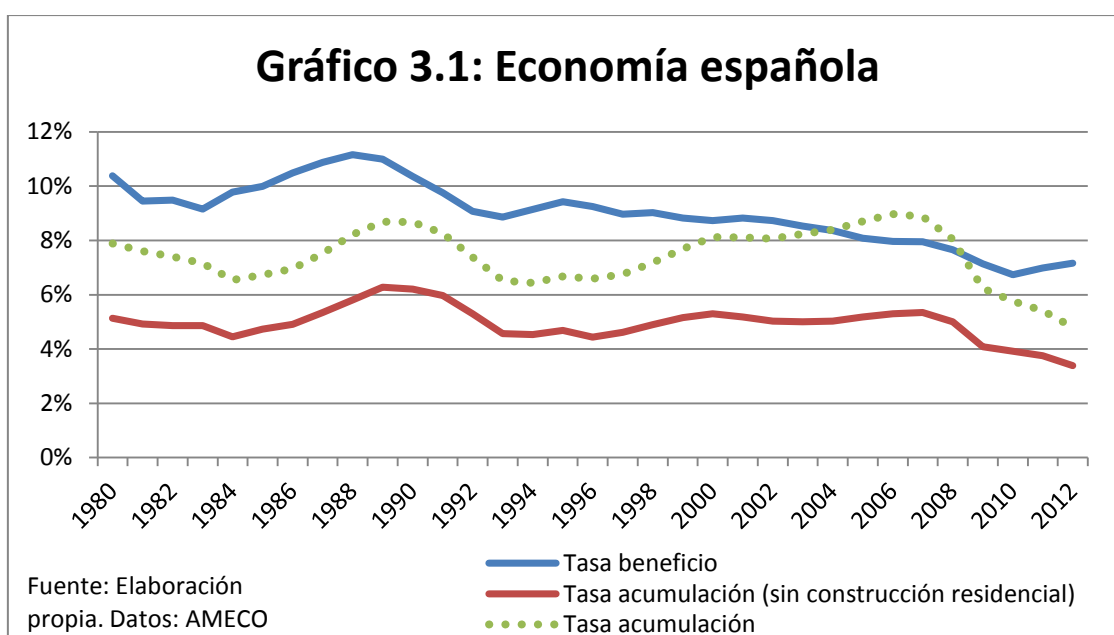
Después de este repaso por la literatura, caracterizado por poner en primer plano la unidad de análisis, destacamos que los siguientes apartados del trabajo se encuadran mayoritariamente en la perspectiva empresarial y que el análisis se fundamenta en las Críticas de la financiarización ya expuestas. Esta elección se debe, por un lado, al interés por contrastar, en base a las críticas de algunos autores como Gill o Astarita, el principal argumento de la financiarización tomando como unidad de análisis las grandes empresas. Por otro lado, la escasez de trabajos sobre la financiarización de la economía española y, más concretamente, desde la perspectiva de las grandes empresas ha motivado de forma sustancial esta investigación. De esta manera, pensamos que un nuevo estudio, que es comparable con el de otras economías y otros conjuntos de empresas, puede aportar elementos novedosos al debate existente sobre la financiarización.

3. BENEFICIOS E INVERSIÓN: ¿TENDENCIAS DISPARES?

Este apartado muestra toda la evidencia empírica recabada para poder responder a la pregunta planteada previamente, así como una pequeña referencia a los aspectos metodológicos. En primer lugar, aunque nuestra unidad de análisis principal es la de las grandes empresas, hemos creído relevante mostrar qué sucede para el conjunto de la economía española en lo que se refiere a nuestro objeto de estudio, esto es, la evolución de los beneficios y de la inversión. Posteriormente pasaremos a constatar si la tesis de la financiarización objeto de estudio se cumple desde la perspectiva empresarial a través de los datos obtenidos de las grandes empresas españolas y, por último, descomponemos el agregado de empresas utilizado con el objetivo de captar patrones de comportamiento dispares entre distintos tipos de empresas.

3.1. LA PERSPECTIVA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Como se puede observar en el gráfico 3.1, la evolución de la tasa de acumulación sin construcción residencial y de la tasa de beneficio¹⁸ es similar desde los años 80 hasta el inicio de la crisis económica actual. Más concretamente, durante los primeros años analizados ambas variables experimentan un pequeño descenso, en torno al 1%, pero la recuperación más rápida del beneficio, impulsado por el estancamiento salarial¹⁹, provocó que, aun manteniendo la misma tendencia, la distancia entre ambas variables -lo que Husson denomina tasa de financiarización- creciera ligeramente. Seguidamente, en la segunda mitad de los 80 e inicios de la década de los 90, ambos indicadores alcanzan sus puntos máximos pero la recuperación de la tasa de acumulación recortó ligeramente la brecha. Dichas tasas coincidieron con la primera burbuja inmobiliaria de 1985-91, caracterizada por un considerable aumento (16,55% de promedio) de la inversión residencial, la cual actuó como fuerza de arrastre para el resto de sectores productivos, que crecieron a una tasa promedio bastante similar (16,17%).



En la formación del primer intento de lo que más tarde sería el auténtico boom inmobiliario, destacamos algunos factores importantes como, por ejemplo, la entrada a la Comunidad Económica Europea y las devaluaciones de la peseta, que incentivaron las inversiones extranjeras²⁰; y un conjunto de políticas –la Reforma fiscal de 1978 que estableció desgravaciones fiscales a la compra de vivienda, la Ley de Regulación del mercado hipotecario de 1981 que aumentó al 80% la parte de la vivienda financiable mediante préstamo hipotecario y el Decreto Boyer de 1985 que hundió el mercado de

¹⁸ La tasa de acumulación sin construcción residencial es igual a la FBKF, sin tener en cuenta la FBKF en vivienda, entre el stock de capital neto y la tasa de acumulación es igual a la FBKF total entre el stock de capital neto. Por su parte, la tasa de beneficio ha sido calculada dividiendo el beneficio neto entre el stock de capital neto.

¹⁹ Según datos de AMECO, los salarios reales decrecen en el período 1980-85 en cuatro de los seis ejercicios económicos, lo que da lugar a una tasa de variación promedio del -0,51%.

²⁰ La IED recibida por España entre 1985 y 1990 crece a una tasa promedio del 41,71% (datos UNCTAD) y López y Rodríguez (2010) afirman que las inversiones netas en inmuebles por parte de extranjeros se duplicaron entre 1985 y 1989.

alquiler y la vivienda pública- que promovieron fundamentalmente el crecimiento del sector inmobiliario. Además, tal y como exponen López y Rodríguez (2010), dichos años sentaron definitivamente las bases del desmantelamiento de la industria española, que ya arrastraba importantes deficiencias tales como dependencia tecnológica o incapacidad de innovación propia; y de la sobreespecialización de la economía española en sectores de baja productividad, fundamentalmente la construcción y el turismo. Realmente el ciclo ascendente mencionado fue relativamente corto ya que los puntos máximos fueron registrados en 1988-89 y ya en 1990 los precios de la vivienda se estancaron aunque finalmente el ciclo alcista, en términos de crecimiento del PIB, se alargó hasta 1992 debido fundamentalmente a la política de gasto público expansiva²¹. Por ello, el inicio de la crisis de esta primera burbuja inmobiliaria se suele datar en 1992, año en el que la inversión no residencial ya decreció (-1,42%) y la inversión residencial se desaceleró, provocando que la tasa de acumulación total decreciera un punto porcentual. En 1993 se cumplieron las expectativas negativas que los datos anteriores proporcionaban y la recesión económica se manifestó en una contracción del PIB real del 1,03% y del 7,17% en la inversión no residencial.

Posteriormente entre 1994 y 1996 se registró un crecimiento económico moderado (2,5% de promedio) y la diferencia entre los beneficios y la inversión creció de nuevo a buen ritmo debido al estancamiento relativo de la inversión no residencial (el beneficio creció a una tasa promedio del 9% mientras que la inversión lo hizo al 6%, lo que generó un incremento de 0,1% en la tasa de beneficio y un descenso de la misma proporción en la tasa de acumulación sin construcción residencial). A finales de siglo e inicios de los 2000, coincidiendo con los inicios del gran boom inmobiliario, la acumulación retomó de nuevo una tendencia creciente mientras que la tasa de beneficio estaba estancada, lo que indujo a un descenso importante de la tasa de financiarización en torno al 3%. Esto se producía mientras el beneficio relativo descendía ligeramente y el salario relativo crecía de forma proporcional debido, en gran medida, al efecto del aumento del empleo –de 1995 a 2002 crecieron más de un 33% los trabajadores asalariados- ya que el salario real medio experimentó, durante esos años, un paupérrimo aumento del 0,1% promedio²². Además ese incremento del empleo quedó restringido, en su mayoría, a la construcción y los servicios, lo que concuerda perfectamente con la sobreespecialización en sectores de baja productividad mencionada anteriormente.

Seguidamente, de 2003 a 2007, la inversión aceleró su crecimiento de forma esplendorosa, llegando a experimentar una tasa promedio de crecimiento anual del 10%, lo que repercutió en un gran descenso de la tasa de financiarización hasta su mínimo de la serie en 2007. Justo después, la FBKF, afectada por el estallido de la gran burbuja inmobiliaria, decreció dando lugar al inicio de la tendencia decreciente que se mantiene hasta la actualidad y que ha generado un retroceso superior al 2% en la tasa de acumulación. Por su parte la tasa de beneficio, que desde 2002 mantenía una tendencia negativa, se redujo fuertemente entre 2007 y 2010 ya que incluso el beneficio neto desaceleró su crecimiento. Pero a partir de 2011 la tendencia se revierte, la tasa de beneficio recupera 0,42 puntos porcentuales y la tasa de financiarización vuelve a incrementarse sustancialmente hasta unos niveles similares a los del inicio del período. Por tanto, podemos afirmar que para la economía española la “tijera” de los beneficios y la inversión no se constata de forma contundente aunque

²¹ Este aumento del gasto público obedeció a los grandes actos de 1992, es decir, las Olimpiadas de Barcelona, la Expo de Sevilla y el inicio de la construcción del tramo de AVE Madrid-Sevilla.

²² Datos del INE.

los últimos años analizados muestran indicios de que dicha situación se pueda acentuar en los años venideros.

Hasta ahora nos hemos referido a la inversión sin tener en cuenta la inversión residencial, evitando así la distorsión del objeto de estudio con una parte de la inversión de carácter marcadamente especulativo. Pero es indispensable realizar una somera aproximación al sector de la construcción residencial ya que éste fue el eje central del patrón de acumulación español y, por lo tanto, ejerció una fuerza de arrastre vital sobre el resto de ramas productivas. Tal fue ese efecto que, como hemos visto en el gráfico 3.1 mediante una línea de puntos, la tasa de acumulación total llegó incluso a superar a la tasa de beneficio durante cinco años consecutivos (2004-08). En este sentido, entendemos la vivienda, tal y como expone Harvey (2012), como un activo con las mismas implicaciones socioeconómicas que puede tener un activo financiero y a la “construcción de nuevas geografías” como una válvula de escape a las contradicciones de la acumulación de capital. Pero la relevancia de la construcción no ha residido únicamente en la construcción de viviendas ya que el sector de la construcción no residencial también ha tenido una relevancia fundamental. Desde los años 80, este sector ha supuesto un 33,51% del total de la inversión de la economía española, lo que representa más que la suma de la inversión en equipos de transporte y en maquinaria (29,39% del total de la FBKF). De hecho, la inversión total en construcción, tanto residencial como no residencial, ha constituido el mayor impulso de la inversión en el resto de sectores productivos ya que ésta representa, desde 1995 a 2010, un 43,8% del total de la FBKF²³.

El período expansivo –conocido como el boom inmobiliario- iniciado en 1995 y asentado, sobre todo, a partir de 1998 supuso un crecimiento promedio del PIB real de 3,82% y la creación de siete millones de puestos de trabajo. Estos datos insólitos en la economía española no se pueden entender sin las características más importantes del dicho modelo de crecimiento, esto es, la posición central de la vivienda en los activos de los hogares, la interrelación de los dos principales sectores -el turismo y la construcción- y, como señalan López y Rodríguez (2010), la gran consonancia que se produjo entre los incrementos de los precios de los activos inmobiliarios y la actividad constructora. Esta conjunción dio lugar a datos impresionantes en lo que se refiere a la construcción residencial ya que entre 1995 y 2007 se iniciaron en promedio más de 460.600 viviendas anualmente y el precio del metro cuadrado creció más de un 210%²⁴. Evidentemente esto se manifestó en que la FBKF en viviendas creció, desde 1998 hasta 2006, a una tasa promedio anual del 15,31%, lo que propició que la inversión total fuese superior a los beneficios desde 2004 hasta 2008. Un hecho que no puede ser obviado para entender los fundamentos de este nuevo ciclo inmobiliario es la aprobación de la Ley sobre el Régimen del Suelo, la cual afirma sin escrúpulos:

“La presente Ley pretende facilitar el aumento de la oferta de suelo, haciendo posible que todo el suelo que todavía no ha sido incorporado al proceso urbano, en el que concurren razones para su preservación, pueda considerarse como susceptible de ser urbanizado”²⁵.

²³ Datos de la Fundación BBVA.

²⁴ Datos del Ministerio de Fomento y del INE.

²⁵ España. Ley orgánica 6/1998, de 13 de abril, sobre régimen del suelo y valoraciones. *Boletín Oficial del Estado*, 14 de abril de 1998, núm. 89, p. 12296. Esta Ley, aprobada por el Gobierno presidido por José María Aznar, modificó la regulación sobre los distintos tipos de suelo y permitió, como hemos visto en la cita, el aumento del suelo urbanizable. Evidentemente este no fue el único factor importante en la creación de la burbuja inmobiliaria sino que se dio todo un engranaje compuesto por una multiplicidad de factores, tales como, los bajos tipos de interés, las grandes posibilidades de endeudamiento, la

Finalmente la burbuja estalló en 2008 cuando el precio medio de la vivienda libre comenzó su larga caída en el segundo trimestre²⁶, lo que provocó el cambio de tendencia de la tasa de acumulación y el rápido derrumbe de todo el edificio económico creado en torno a él. Ese mismo año, la inversión residencial también registró el primer descenso anual de todo el período estudiado y posteriormente de 2009 a 2012 ha decrecido a una tasa promedio anual del 15,58%, evidenciando el fin del llamado “milagro español”.

3.2. ASPECTOS METODOLÓGICOS DE LA PERSPECTIVA EMPRESARIAL

Antes de mostrar la parte empírica de la perspectiva empresarial es necesario profundizar en su delimitación. El protagonismo actual de las grandes empresas se debe al gran poder económico, social y político que han ido acaparando durante las últimas décadas. De hecho, Lapavitsas (2009:12) afirma que la financiarización representa una etapa en la que se ha producido una intensa concentración de poder en torno a las grandes corporaciones. Esto se debe, en términos únicamente económicos, a que la magnitud de dichas empresas propicia una serie de condiciones únicas, tales como, una mayor capacidad para invertir en los mercados financieros internacionales o para internacionalizar su actividad, lo que es reflejado por la UNCTAD (2007) al afirmar que el 84% de la IED a nivel mundial es realizada por este tipo de corporaciones.

El concepto de “grandes empresas” utilizado en este trabajo se basa en los dos criterios más habituales para diferenciar empresas según su tamaño, esto es, volumen de negocio y número de empleados²⁷. A partir de la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos) hemos seleccionado las 208 empresas españolas que en 2011 tuvieron un mayor volumen de negocio, siempre y cuando tuvieran más de 250 empleados. Con el objetivo de mostrar la relevancia económica de este agregado de empresas, hemos relacionado su beneficio y su stock de capital con la economía española, lo que nos permite destacar que, en 2010, los beneficios de estas empresas suponían el equivalente a un 22% de los beneficios netos de la economía española y el stock de activo fijo agregado de las 208 empresas representaba un 15% del total del stock de capital de la economía española²⁸. Por tanto, la centralidad de las grandes empresas está ampliamente justificada tanto por el objeto de estudio como por su creciente importancia en la economía mundial y en la economía española.

En el proceso de selección de las empresas hemos desechado los datos de aquellas empresas dedicadas principalmente a la construcción residencial y a la promoción inmobiliaria²⁹ ya que si incluíamos estas empresas en nuestro análisis los datos

importancia de la propiedad en el status social, la valorización del territorio a través de la inversión pública en infraestructuras, etc.

²⁶ Datos INE.

²⁷ Estos criterios están recogidos en: “European Union. Recommendation 2003/361/EC. Official Journal of the European Union, 20.05.2003, L 124, p. 36-41”. Este documento fue redactado para homogeneizar la definición de pequeña y mediana empresa a escala europea. En el artículo 2 se establece que una empresa, para ser considerada Pyme, no puede exceder ni los 250 trabajadores ni los 50 millones de € anuales en volumen de negocio. Por exclusión, esta Recomendación europea también establece las pautas para la conceptualización de las grandes empresas, es decir, empresas con más de 250 trabajadores y más de 50 millones de € en volumen de negocio.

²⁸ Los datos de las empresas han sido obtenidos de SABI y los de la economía española de AMECO.

²⁹ Para efectuar dicha distinción nos hemos basado en los códigos CNAE 2009, siendo los mencionados el 4121 y 4110.

obtenidos, sobre todo aquellos relacionados con la inversión, podían desvirtuarse fácilmente. Esto se debe, como hemos visto anteriormente, a que la inversión en la economía española ha estado muy influenciada por el sector de la construcción residencial. De igual forma, no hemos tenido en cuenta a las empresas de intermediación financiera, es decir, los bancos ya que SABI no recoge datos de este tipo de empresas debido a las peculiaridades de su contabilidad y a las dificultades existentes para comparar ciertas magnitudes con el resto de empresas. Dicha exclusión no tiene implicaciones en lo que se refiere a nuestro objeto de estudio porque los estudios sobre esta temática suelen referirse a las empresas no financieras. Aun así sí supone una limitación para evaluar otras aportaciones de la Financiarización como, por ejemplo, los mayores ingresos de las empresas financieras con respecto a las no financieras. Con respecto a los datos, es importante resaltar que en los casos en los que ha sido posible hemos utilizado las cuentas consolidadas ya que de esta manera nos es posible captar las inversiones en el exterior de aquellas empresas que son matrices de un grupo corporativo.

3.3. LA PERSPECTIVA DE LAS GRANDES EMPRESAS

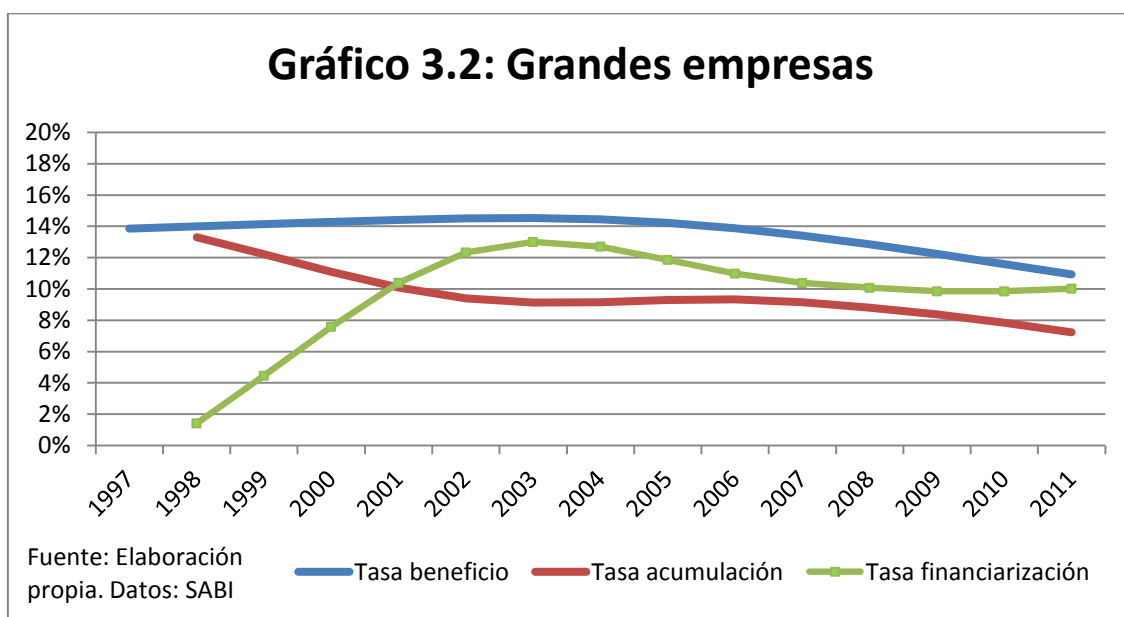
A continuación exponemos el mismo objeto de estudio utilizado en el *apartado 3.1* pero desde la unidad de análisis de las grandes empresas. En este caso, la evolución de la tasa de beneficio y la tasa de acumulación³⁰ no es muy homogénea ya que la inversión, en términos absolutos, fluctúa enormemente, llegando incluso a registrar desinversiones en algunos años. Precisamente esos años coinciden con las recesiones económicas más profundas durante los últimos años en los centros capitalistas, esto es, la crisis posterior al estallido de la burbuja creada en torno a empresas vinculadas a Internet y la crisis actual iniciada a finales de 2008. Dicha coincidencia nos indica la mayor vulnerabilidad que estas grandes empresas poseen frente a la evolución de la economía mundial ya que su mayor interconexión relativa con otras economías genera una gran fragilidad ante shocks externos. Por su parte, los beneficios, en términos absolutos, experimentan una tendencia ascendente, así como unos descensos, aunque coincidentes en el tiempo, de menor magnitud que los de la inversión. Debido a que la tesis de la financiarización estudiada se basa fundamentalmente en un análisis tendencial y también a la gran volatilidad de las variables analizadas, sobre todo de la FBKF, hemos utilizado, a través de Gretl, el filtro de Hodrick-Prescott³¹ para descomponer las series temporales disponibles en su componente cíclico y su componente de tendencia. De esta manera, podemos utilizar únicamente el componente tendencial de ambas series, facilitando la comparación con las economías nacionales y, en especial, con la española.

En el gráfico 3.2, podemos observar la tendencia de la tasa de beneficio y de la tasa de acumulación del agregado constituido por las 208 empresas. Es destacable que la evolución de ambas variables es bastante similar, con la excepción de la primera parte del periodo. Precisamente esos años constituyen la primera de las tres fases principales, la cual se caracteriza por ser la única en la que la diferencia entre ambas variables crece con intensidad. Esto se puede observar también a través de la tasa de

³⁰ El beneficio es el EBIT o Resultado de explotación de la cuenta de Resultados de las diferentes empresas y la inversión o FBKF es la diferencia entre el año N y el año N-1 del Activo Fijo del Balance de Situación.

³¹ Un filtro es una función matemática que utiliza los datos de la serie filtrada para generar una nueva serie con unas características determinadas. El filtro de Hodrick-Prescott es uno de los más utilizados para detectar la tendencia de una serie temporal sin muchas observaciones pero también es criticado, fundamentalmente, por la elección poco justificada del parámetro λ , que los autores varían en función de la periodicidad de los datos de la serie original.

financiarización³², que alcanza su punto máximo en 2003. Este subperíodo, que coincide con un gran crecimiento del beneficio medio y con el estancamiento del salario medio³³ relativo a las empresas seleccionadas, sí refleja lo expuesto por los teóricos de la financiarización. Después, entre 2004 y 2007, la ligera recuperación de la tasa de acumulación (0,3 puntos porcentuales) y el descenso que comienza a experimentar la tasa de beneficio, provocan el retroceso de la tasa de financiarización. En tercer lugar, de 2008 a 2011, la tasa de beneficio acelera su caída mientras la tasa de acumulación continúa decreciendo al mismo ritmo, lo que provoca el estancamiento de la tasa de financiarización. Si bien es cierto que dicha tasa registra un porcentaje mayor al final del período y que en los primeros años la distancia entre la tasa de beneficio y de acumulación aumenta, podemos afirmar que el gráfico 3.2, en su conjunto, no evidencia la apertura de la “tijera” que varios autores anuncian sobre algunas economías nacionales.



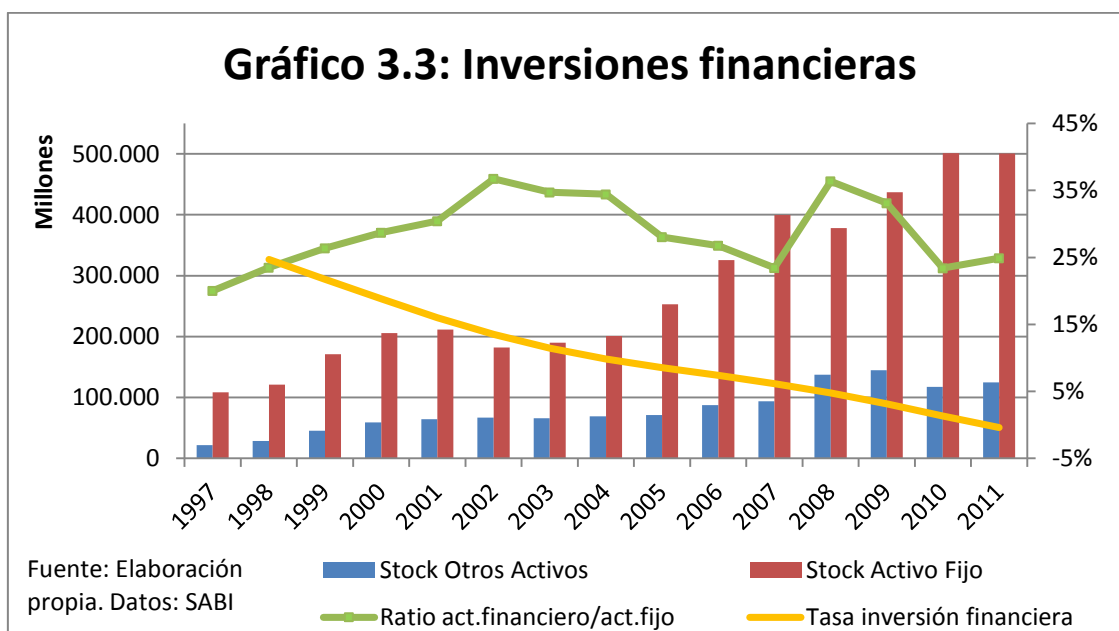
En este sentido, destacamos tres puntos sobre la evolución de las variables analizadas en relación a la dinámica de la economía española. Primero, la tasa de beneficio de las grandes empresas adquiere una tendencia descendente a partir de 2003 mientras que la tasa de beneficio de la economía española decrece desde mediados de los 90 hasta 2010. Otro elemento discordante es la recuperación de la tasa de acumulación de las empresas seleccionadas durante 2009 y 2010, años en los que la economía española sufre las tasas más negativas de su historia reciente. Tercero, la perspectiva empresarial refleja períodos en los que la tasa de acumulación es mayor a la de beneficios³⁴ (1999-2000, 2005-07 y 2009-10), situación que únicamente se observa en la economía española si tenemos en cuenta la inversión residencial. Dichas etapas son importantes también porque anticipan grandes caídas de la acumulación, lo que nos refleja la insostenibilidad de esas situaciones.

³² La tasa de financiarización es igual a: (Resultado de explotación/Valor agregado) – (FBKF/Valor agregado). La serie presentada en el gráfico corresponde a la tendencia obtenida a través del filtro de Hodrick-Prescott.

³³ El beneficio medio ha sido calculado dividiendo el EBIT total entre el número de empresas y el salario medio resulta de la división de las remuneraciones totales a los empleados entre el número de empleados.

³⁴ Esta afirmación y la anterior se refieren a los datos en términos absolutos, por lo que no se perciben en los gráficos presentados, donde únicamente se muestra el componente tendencial de las series.

Otro elemento importante para la comprensión del fenómeno estudiado desde la perspectiva empresarial es la evolución de las inversiones financieras que realizan estas grandes empresas. Como hemos visto en el *apartado 2*, varias aportaciones encuadradas dentro de la literatura sobre Financiarización aluden, en gran medida, al crecimiento de la actividad financiera para explicar la reducción de la inversión productiva. Evidentemente dentro de dicha tendencia se encuentran las empresas no financieras, que según estas afirmaciones estarían apostando por reducir su ciclo de capital a través de inversiones dirigidas fundamentalmente a la esfera financiera. El gráfico 3.3 nos muestra, en su eje derecho, la tendencia, obtenida mediante el filtro Hodrick-Prescott, de la tasa de inversiones financieras³⁵ del agregado de empresas seleccionadas. Dicha tendencia refleja un descenso a lo largo de todo el período pero la inversión financiera, en términos absolutos, muestra en 2006 y 2008 grandes incrementos con tasas superiores al 700% y 500% respectivamente, lo que ralentiza el retroceso anual de la tendencia. En relación a la inversión en activo fijo, es destacable que tanto la recuperación de las inversiones financieras en 2011 como su gran incremento en 2008 coincidieron con dos años de fuertes desinversiones productivas. Aun así, esto último no nos permite identificar ninguna causalidad excluyente entre ambas variables ya que hay períodos en las que ambas registran comportamientos similares.



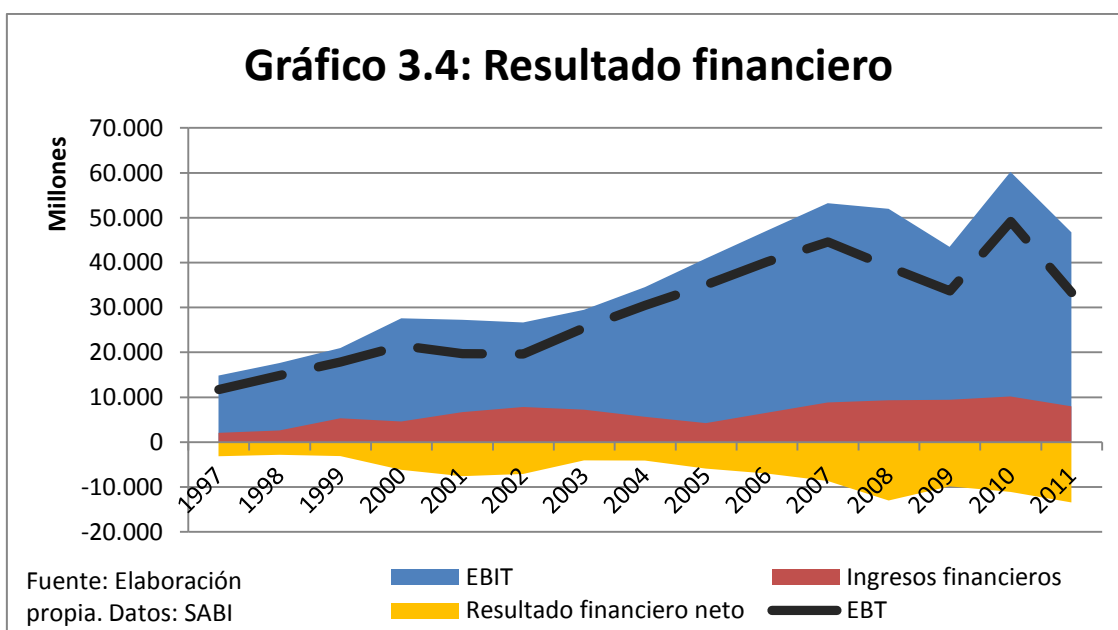
Asimismo en el gráfico anterior podemos observar la evolución del stock de capital, dividido en la partida de Otros activos y en el Activo Fijo, que destaca por su tendencia creciente a lo largo de todo el período, incluidos los últimos años encuadrados en la crisis económica de los países más desarrollados. Las únicas excepciones se registraron en 2002 y 2008 cuando la contracción de la FBKF de las empresas seleccionadas provocó una reducción cercana al 10%³⁶ y al 5,45% respectivamente.

³⁵ La tasa de inversión financiera ha sido obtenida a través de una división donde el numerador registra la diferencia entre el año N y el año N-1 de la partida "Otros Activos" del Balance de Situación de las empresas analizadas y el denominador recoge el stock de "Otros Activos". Esta partida de activo incluye las inversiones financieras a largo plazo, las inversiones inmobiliarias, las inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo y los activos por impuesto diferido. Tal y como expusimos anteriormente es realmente complicado distinguir las inversiones productivas de las financieras ya que por ejemplo es muy difícil determinar si las inversiones en empresas del grupo a largo plazo tienen un carácter financiero o productivo. Por tanto, tomamos el cálculo aquí presentado como una aproximación al fenómeno.

³⁶ Hay que mencionar que datos como éste están altamente influenciados por la evolución de unas pocas empresas, normalmente las de mayor tamaño, ya que su variación afecta mucho al agregado calculado.

En 2002, el ejercicio económico en el que más decrece el stock de capital fijo, es el año en el que la diferencia entre éste y el stock de Otros activos es menor, alrededor de un 270%. Esto también se puede percibir a través del ratio de activo financiero/activo fijo, expuesto en el eje derecho del gráfico 3.3, que experimenta su punto máximo ese mismo año. Después, hasta 2007, el crecimiento más rápido de los activos fijos provocó el descenso de dicho ratio, lo que revertió únicamente los años en los que el stock de capital fijo se contrajo. En este sentido, en contraposición a lo que exponen los teóricos de la financiarización, la evolución de este ratio evidencia que no existe una tendencia a dirigir crecientemente las inversiones a la esfera financiera y, por tanto, que ese tipo de inversiones no suponen un obstáculo a las inversiones en activos fijos.

Por otro lado, mostramos los datos de los ingresos financieros y los gastos financieros³⁷ ya que varias aportaciones relacionadas con la Financiarización explicaban el desvío de inversiones al sector financiero en base a los mayores incentivos que los beneficios de este tipo de inversiones generaban para las empresas no financieras. Como podemos observar en el gráfico 3.4, los ingresos financieros equivalen a lo largo de todo el período a una parte relativamente baja de los beneficios ordinarios ya que, en promedio, han representado el 18,7% de éstos. Aunque en valores absolutos fueran inferiores, los ingresos financieros equivalían a una parte superior del EBIT durante el subperíodo 1999-2002. Después, tras sufrir una desaceleración hasta 2005, se incrementaron rápidamente durante 2006 y 2007 para posteriormente permanecer estancados hasta la ligera caída de 2011. Estos datos contradicen, en lo que al caso estudiado se refiere, la afirmación anterior relacionada con que los ingresos más cuantiosos que genera la actividad financiera inducen a invertir cada vez más en el sector financiero.



Por ejemplo, en 2002, Telefónica y Repsol registran una desinversión de casi 30.000 millones de euros, cantidad que prácticamente supone la reducción del Activo Fijo del agregado de empresas total.

³⁷ Los ingresos financieros incluyen ingresos de participaciones en instrumentos de patrimonio, de valores negociables y de otros instrumentos financieros. Además incluye las diferencias de cambio y de la variación del valor razonable de los instrumentos financieros, siempre que sean positivas. Los gastos financieros incluyen las dos partidas anteriores, cuando éstas sean negativas, así como los intereses de obligaciones, bonos, deudas y descuento de efectos.

En cuanto a los gastos financieros, es importante resaltar que, si bien es cierto que no tienen por qué estar completamente vinculados a las inversiones financieras, son superiores a los ingresos del mismo carácter. Esto provoca que el resultado financiero de las empresas analizadas sea constantemente negativo y, en consecuencia, que los beneficios ordinarios se vean recortados, lo que queda reflejado en el gráfico 3.4 mediante la línea discontinua³⁸. Dicho resultado financiero negativo se incrementa a partir de 2004, tras una caída superior al 40% el año anterior, y, sobre todo, después de 2008 cuando alcanza sus puntos máximos de la serie. Precisamente una situación caracterizada por un resultado financiero negativo es la que evidencia para Dúmenil y Lévy (2007) que existe una transferencia de ganancias desde el sector productivo al sector financiero debido a un mayor pago de intereses y de distribución de dividendos. Teniendo en cuenta el estancamiento de los ingresos financieros y entendiendo que los gastos financieros de estas empresas son ingresos para el sector financiero, se puede apreciar que éste último está logrando apropiarse de una parte creciente de los beneficios empresariales. En este sentido, el ratio de cobertura de intereses³⁹ nos muestra como los ingresos de explotación de las empresas analizadas cubren un 23% menos de los gastos financieros en 2011 que al comienzo del período.

Una vez presentados los datos anteriores estamos en condiciones de referirnos a la tasa de beneficio financiero, que se corresponde con la división entre los ingresos financieros y el stock de otros activos o activos financieros. Ésta se caracteriza por una mayor volatilidad y porque es constantemente inferior a la tasa de beneficio presentada en el gráfico 3.2, con un 4,8% de promedio y un rango estadístico de 9,74, siendo 1999 el año con menor diferencia entre ambas tasas (0,45%) debido al intenso crecimiento de los ingresos financieros. Por tanto, podemos constatar que la actividad ordinaria de las empresas seleccionadas les proporcionan una mayor rentabilidad que la actividad financiera que han desarrollado desde 1997. Si en vez de separar la rentabilidad de las actividades ordinarias de las empresas con la de su actividad financiera, calculamos la tasa de beneficio total⁴⁰, observamos una evolución muy similar a la tasa de beneficio ordinario ya que a partir de 2004 tiene una tendencia claramente descendente. En comparación con la tasa de beneficio de la economía española, destaca que la rentabilidad de las empresas seleccionadas es constantemente superior a la rentabilidad del total de la economía española, lo que nos indica que estas grandes empresas tienen una posición privilegiada con respecto al total de empresas del Estado español. En cualquier caso, considerando el beneficio empresarial como una variable clave de la dinámica económica, los datos son preocupantes para el futuro más cercano ya que si prosiguen estas tendencias bajistas y no aparecen nuevas innovaciones, la inversión se seguirá viendo afectada.

Por último, otro elemento importante de las manifestaciones de la financiarización es el elevado endeudamiento que alcanzan los diferentes actores económicos. Además en lo que se refiere a la economía española una gran parte de las referencias sobre su financiarización están relacionadas con el gran aumento del crédito y los consecuentes niveles de endeudamiento privado que se alcanzaron durante el boom inmobiliario. En este sentido, es muy clarificadora la afirmación de López y Rodríguez (2010: 186): “El salvaje incremento de la deuda en los años del ciclo expansivo 1995-2007 es, efectivamente, el mejor indicador de la extensión y profundización de la

³⁸ Los beneficios ordinarios, o resultado de explotación, se representan en el gráfico mediante la serie denominada EBIT, que es una partida de la cuenta de pérdidas y ganancias, y el EBT muestra los beneficios después del pago de intereses.

³⁹ Este ratio ha sido calculado dividiendo el EBIT entre los gastos financieros.

⁴⁰ La tasa de beneficio total ha sido calculada dividiendo la suma del resultado de explotación y los ingresos financieros entre la suma del stock de activo fijo y el stock de otros activos.

financiarización de la economía española”. En lo que se refiere a las empresas seleccionadas, esta tendencia no se constata ya que el crecimiento del nivel de endeudamiento⁴¹ a lo largo de todo el período es únicamente del 2%. Por tanto, el crecimiento vigoroso del endeudamiento es una característica que el agregado de empresas seleccionadas no experimenta, ni siquiera durante los años con mayores facilidades para endeudarse. Aun así, los niveles de endeudamiento expuestos son altos ya que una hipotética inversión efectuada en 2011 por valor de 10.000 millones de euros habría generado una deuda con el exterior de 6.529 millones, lo que supone un alto apalancamiento.

3.4. “MATRICES ESPAÑOLAS” vs. “FILIALES EXTRANJERAS”: DIFERENTES PATRONES

Una vez analizadas las empresas seleccionadas en términos agregados, hemos buscado si, utilizando algún criterio de segmentación entre ellas, podíamos obtener patrones de comportamiento diferentes. Entonces, el criterio empleado para separar en dos grupos dichas empresas se basa en la nacionalidad de las empresas, esto es, por un lado, las empresas cuya sede central esté ubicada en territorio español y, por otro lado, aquellas empresas que sean filiales de otras, cuya sede central esté fuera del Estado español. La elección de dicho criterio se fundamenta en el planteamiento de Sánchez (1998), quien afirma que no todas las empresas españolas en términos jurídicos, lo son en sentido económico ya que ni la propiedad mayoritaria ni el control es ostentado por agentes ubicados en territorio español. Por tanto, siguiendo este criterio, las empresas “españolas” son aquellas cuya sede central se ubica en territorio español y cuya autonomía empresarial, aun teniendo accionistas de otras nacionalidades, es completa o casi completa; mientras que las empresas españolas, en sentido jurídico, son filiales, que dependen, en gran medida, de la matriz “extranjera” a la que pertenecen. Además esta división diferencia también a los dos grupos de empresas por su situación empresarial ya que las empresas “españolas” son, en su mayoría, matrices de grupos empresariales mientras que las empresas “extranjeras” son filiales que algunos grupos empresariales han constituido en territorio español⁴². Así llegamos definitivamente a los dos grupos de empresas que utilizaremos a continuación: las “matrices españolas” y las “filiales extranjeras”.

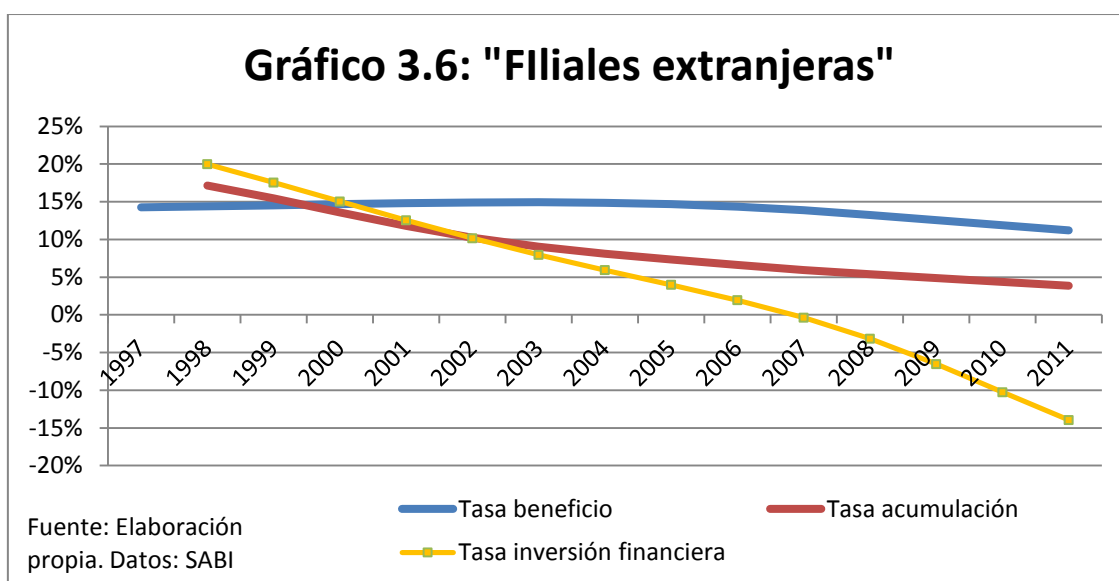
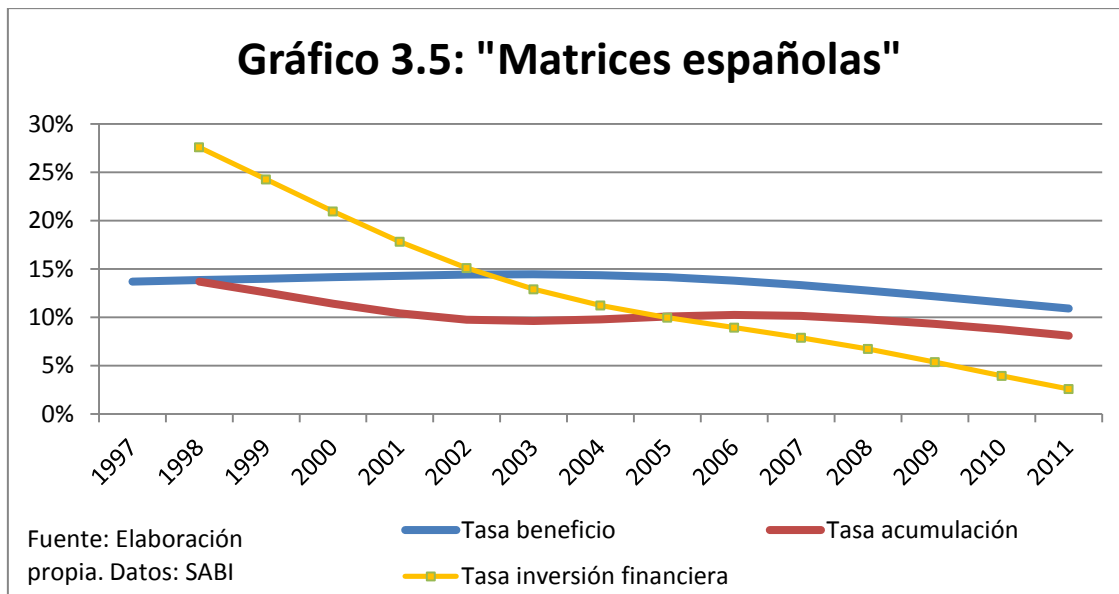
Como podemos ver en los gráficos 3.5 y 3.6⁴³ sí que hay un patrón de comportamiento diferente entre las dos categorías de empresas presentadas. Por un lado, las empresas españolas muestran una tendencia muy similar a la observada en el gráfico 3.2, relativa al agregado de todas las empresas. Únicamente apreciamos tres características peculiares que se refieren a una menor tasa de beneficio, una mayor tasa de acumulación y, en consecuencia, una menor tasa de financiarización que el agregado de todas las empresas. Otra similitud, aunque no llega a registrar tasas negativas, es la tendencia completamente decreciente de las inversiones financieras.

⁴¹ El % de endeudamiento ha sido calculado dividiendo la suma de las deudas a corto y largo plazo entre la suma del pasivo corriente, pasivo no corriente y patrimonio neto (esto es, el total del pasivo) de cada empresa.

⁴² Este hecho es especialmente importante ya que los datos de las empresas matrices contabilizan las inversiones en el extranjero mientras que las empresas filiales, si bien pueden realizar inversiones en el exterior, se caracterizan por una actividad económica más acotada al país en el que se han constituido.

⁴³ Los datos presentados en estos gráficos también han sido calculados utilizando, a través de Gretl, el filtro de Hodrick-Prescott para así poder obtener el componente tendencial de los datos primarios. Debido a que la comparación se basa en las tendencias de las variables analizadas, el hecho de que la proporción de las empresas españolas representa un 58,17% del total no distorsiona el análisis.

Con respecto a la otra categoría de empresas presentada en este apartado, resalta también que la tasa de beneficio promedio del período de éstas es ligeramente superior. Si bien es cierto, que en términos absolutos, los beneficios medios de las “filiales extranjeras” son inferiores y que en los últimos años –de 2008 a 2011- la tasa de beneficio promedio de las “matrices españolas” (11,38%) es superior a la de aquellas (10,35%).



Por otro lado, como característica peculiar de este apartado destaca la mayor diferencia entre los beneficios y la inversión presentada por las “filiales extranjeras”. La tendencia de la tasa de beneficio es creciente hasta que en 2004 comienza a decrecer mientras que la acumulación es decreciente durante todo el período, fundamentalmente hasta 2003 cuando experimenta un retroceso de más de ocho puntos porcentuales. Por tanto, el gráfico 3.6 es en el que podemos constatar de forma más evidente la “tijera” entre beneficios e inversión, lo que puede explicarse por la falta de las inversiones extranjeras. En este sentido, vemos como aquellas empresas que, por su carácter, tienen un escaso o nulo porcentaje de inversiones externas constatan de forma más clara la tesis de la financiarización estudiada mientras que en las empresas en las que tenemos en cuenta la inversión extranjera la separación no es tan importante. Por su parte, la inversión financiera muestra una tendencia aun más

negativa, llegando incluso a registrar grandes desinversiones a partir de 2007. En conjunto, los datos de inversión, tanto financiera como de FBKF, de esta segunda categoría de empresas no proporcionan buenas noticias con respecto a su supervivencia. En suma, las tendencias, observadas en gráfico 3.6, aunque proporcionan datos de beneficios nada despreciables, nos indican que el interés de las matrices con respecto a estas “filiales extranjeras” es cada vez menor, lo que puede desembocar en un importante adelgazamiento de estas unidades de negocio y, a su vez, puede generar catastróficas consecuencias en términos de desempleo y de valor añadido, fundamentalmente en territorio español.

4. CONCLUSIONES

La evolución de la economía mundial durante las últimas décadas, básicamente tras la ruptura del pacto “keynesiano”, se ha caracterizado, según los principales teóricos de la Financiarización, por el auge de las finanzas y del poder del sector financiero. Ésta constatación supone el fundamento de la tesis de la financiarización analizada, que identifica como rasgo principal de la evolución de las últimas décadas, la creciente desvinculación entre beneficios empresariales e inversión productiva. En torno a ella, se han escrito una gran variedad de trabajos que tratan de reconocer los mecanismos a través de los cuales se origina dicha situación y de constatarla empíricamente con datos, que normalmente se refieren a alguna economía nacional. Precisamente este ha sido un punto con especial relevancia a lo largo de todo el trabajo ya que la principal aportación, al menos para nosotros, del grupo de autores caracterizados por sus críticas a las tesis de la financiarización se refiere a la utilización casi exclusiva de la perspectiva de las economías nacionales. En este sentido, hemos identificado que la unidad de análisis utilizada condiciona la interpretación del fenómeno estudiado y esto nos ha servido como uno de los fundamentos principales de la investigación.

Debido a su creciente importancia y a sus capacidades únicas para aprovechar la completa libertad de movimiento para el capital, hemos considerado una unidad de análisis –las grandes empresas- poco habitual a la hora de evaluar nuestro objeto de estudio. Asimismo, con el objetivo de mostrar si existen diferencias sustanciales derivadas de la perspectiva utilizada, hemos aportado evidencia empírica de la economía nacional a la que están adscritas estas empresas seleccionadas, es decir, la economía española. En base a sus características específicas relacionadas con la burbuja inmobiliaria existente durante más de una década, la desvinculación entre beneficios e inversión únicamente se aprecia a partir de 2010, momento en el que los beneficios empresariales consiguen recuperarse y la acumulación sigue decreciendo debido al contexto de crisis latente.

Por otro lado, el análisis del agregado de las 208 empresas utilizadas nos ha dejado una interpretación similar en tanto en cuanto no se constata la tesis relativa a la “tijera” entre el beneficio y la inversión. Para reconocer si las grandes empresas españolas son o no capaces de evitar los indicios proporcionados por los dos últimos datos de la economía española tendremos que esperar unos años, lo que también pone de manifiesto la relevancia de esta unidad de análisis a la hora de estudiar la financiarización. Además a través de los datos expuestos hemos podido observar cómo la inversión financiera muestra una tendencia decreciente, el stock de activos financieros supone una parte relativamente pequeña en comparación al stock de activos fijos y que el resultado financiero es siempre desfavorable a estas empresas, lo que afecta directamente al beneficio retenido. Estos hechos nos muestran, por un lado, que el sector financiero está aprovechando los últimos años para recortar los beneficios del sector productivo, lo que induce a realizar un análisis similar al expuesto aquí en torno a las empresas financieras. Por otro lado, reflejan que el estancamiento

de la acumulación no se debe al aumento de las inversiones financieras sino que está más relacionado con el paulatino proceso de desendeudamiento que están realizando las empresas, con la constante reducción del beneficio retenido por las empresas tras contabilizar el balance financiero y con las crecientes dificultades, en un contexto de exacerbada competencia, que éstas encuentran para valorizar su capital.

A pesar de ello, la diferenciación de las empresas en función de su nacionalidad y de su situación empresarial nos ha proporcionado características novedosas ya que, dentro de las empresas seleccionadas, las “filiales extranjeras” sí ejemplifican la tesis de la financiarización estudiada, lo que nos lleva a determinar como factor principal el hecho de que sus inversiones extranjeras no tienen apenas relevancia. Por su parte, las “matrices españolas”, si bien obtienen beneficios medios inferiores, experimentan una acumulación que combina cortas recuperaciones y leves retrocesos, lo que provoca alrededor de una década de estancamiento y, en consecuencia, una menor separación entre ambas variables. Evidentemente todas estas conclusiones no son extrapolables al resto de empresas mundiales ya que la muestra es muy acotada pero sí sugieren el interés por analizar el mismo objeto de estudio a través de datos empresariales relacionados con otras economías en las que la “tijera” sea más pronunciada (por ejemplo, EE.UU u otras economías europeas). En cualquier caso, entendemos que la creciente desvinculación entre beneficios y oportunidades de inversión rentables o simplemente el estancamiento de la inversión, tal y como expone Husson (2009a), suponen una manifestación más de la inevitable contradicción entre la satisfacción de las necesidades sociales y la maximización de las ganancias empresariales.

Por último, es evidente que en las últimas décadas la actividad financiera ha crecido sustancialmente y que se han dedicado una gran cantidad de recursos a inversiones financieras, que se hacían más llamativas conforme más rebuscados eran los productos ofertados, pero puede que no resida ahí la novedad del actual momento histórico. Tal y como expone Arrighi (1999), en base al análisis de sistemas-mundo, ya han existido épocas en las que las finanzas crecían de forma exuberante y dichas etapas finalmente desembocaron en un cambio de hegemonía a nivel mundial. La financiarización de la economía estadounidense, que es ampliamente considerada como fuerza hegemónica a nivel mundial, es una de las más reconocidas, por lo que es posible que la financiarización, más que un elemento novedoso, sea la manifestación de un proceso más profundo en el que la economía mundial esté sufriendo importantes variaciones. Apoyándonos también en los datos de inversión expuestos previamente, pensamos que dichas transformaciones son una respuesta a las crecientes contradicciones sistémicas y que están más relacionadas con la profundización de la internacionalización del capital y con la sustitución de los países centrales como polos de acumulación de capital.

5. BIBLIOGRAFÍA

- Albarracín, D.; Gutiérrez, E. (2012) “Financiarización, nuevos perímetros empresariales y retos sindicales”. *Cuadernos de Relaciones Laborales*. Vol. 30, nº 2.
- Álvarez, N.; Medialdea, B. (2009) “Financiarización, crisis económica y socialización de las pérdidas”. *Vientosur*. Nº 100.
- Álvarez, Nacho. (2011) La financiarización de la economía española. En: Estrada, Bruno (coord.). *Frente al capital impaciente*. Cap. 2, p. 23-30. Madrid: Fundación 1º de Mayo.
- Álvarez, Ignacio (2013). *Financiarización, nuevas estrategias empresariales y dinámica salarial: el caso de Francia entre 1980-2010*. Tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Departamento de Economía Aplicada I. Directores: Arrizabalo, X; Vilariño, A.
- Arrighi, Giovanni (1999). *El gran siglo XX*. Madrid, Akal.
- Astarita, Rolando. (2008) *Crítica de la tesis de la financiarización*. [en línea] [consulta: 28 junio 2013]. Documento de trabajo, <<http://rolandoastarita.com/>>.
- Bellamy Foster, J. (2008) “The Financialization of Capital and the Crisis”. *Monthly Review*. Abril 59 (11).
- Brenner, R. (2009) “Un análisis histórico-económico clásico de la actual crisis”. *Apuntes del CENES*. Nº 47.
- Bustelo, P. (2007) “Progreso y alcance de la globalización financiera. Un análisis empírico del periodo 1986-2004”. *Boletín Económico de ICE*. Nº 2922.
- Chesnais, F. (2003a) “La teoría del régimen de acumulación financiarizado: contenido, alcance e interrogantes”. *Revista Economía Crítica*. Nº 1.
- Chesnais, François. (2003b) ¿Crisis financieras o indicios de crisis económicas características del régimen de acumulación actual?. En: Chesnais, François; Plihon, Dominique (coord.). *Las trampas de las finanzas mundiales*. Cap. 2, p. 41-58. Madrid, Akal.
- Dallery, T.; van Treeck, T. (2009) “Objetivos empresariales, regímenes de crecimiento macroeconómico y finanzas”. *Ekonomiaz*. Nº 72, 3º trimestre.
- Dúmenil, G.; Lévy, D. (2007). *Crisis y salida de la crisis. Orden y desorden neoliberales*. México D.F., Fondo de Cultura Económica.
- Hallary, Isabelle. (2003) *Las promesas incumplidas de la globalización financiera*. En: Chesnais, François; Plihon, Dominique (coord.). *Las trampas de las finanzas mundiales*. Cap. 4, p. 73-92. Madrid, Akal.
- Harvey, David (2012). *El enigma del capital y las crisis del capitalismo*. Madrid, Akal.
- Husson, Michel. (2009a) *Finanzas, hipercompetencia y reproducción del capital*. En: Chesnais, François (dir.). *Las finanzas capitalistas*. Buenos Aires, Herramienta.
- Husson, Michel (2009b). *Capitalismo puro*. Madrid, Maia.
- Husson, M. (2010) “Le débat sur le taux du profit”. *Inprecor*. Nº 562-563.

- Gill, L. (2010) "Les faux pas d' Alain Bihr, les dérives de Michel Husson". *Carré Rouge*. Nº 43.
- Krippner, G. R. (2005) "The Financialization of the American Economy". *Socio-Economic Review*. Nº 3 (2005).
- Lapavistas, C. (2009) "Financiarización, o búsqueda de beneficios en la esfera de la circulación". *Ekonomiaz*. Nº 72, 3^{er}. cuatrimestre.
- López, F.; Dávila, L.; López, J. (2013) "Profits and extraordinary profits in spanish economy during the 2000's". *AESTIMATIO, the IEB International Journal of Finance*. Nº 7.
- López, Isidro; Rodríguez, Emmanuel (2010). *Fin de ciclo. Financiarización, territorio y sociedad de propietarios en la onda larga del capitalismo hispano (1959-2010)*. Madrid, Traficantes de sueños.
- Luengo, F.; Álvarez, I. (2011) "Financiarización, acumulación de capital y crecimiento salarial en la UE-15". *Investigación económica*. Nº 70, 276.
- Mateo Tomé, Juan Pablo (2010). *Crítica de la teoría de la financiarización como teoría de la crisis. Un intento de caracterización teórica*. Zaragoza, XII Jornadas de Economía Crítica.
- Orhangazi, Ö. (2007) "Financialization and capital accumulation in the non-financial corporate sector: a theoretical and empirical investigation of the U.S. Economy: 1973-2003". *Working Paper Series*, Political Economical Research Institute. Nº 149.
- Palazuelos, Enrique. (2011) *La economía de Estados Unidos sometida al dominio de las finanzas: vendrán tiempos peores*. En: Gómez, Pedro José (ed.). *Economía política de la crisis*. Cap. 5, p. 117-144. Madrid, Editorial Complutense.
- Palley, T. (2007) "Financialization: What it is and Why it Matters". *Working Paper Series*, Political Economical Research Institute. Nº 153.
- Sánchez, Joan-Eugeni (1998). *La gran empresa en España*. Madrid, Consejo Económico y Social, Colección Estudios.
- Serfati, Claude. (2003) *La dominación del capital financiero: ¿Qué consecuencias?*. En: Chesnais, François; Plihon, Dominique (coord.). *Las trampas de las finanzas mundiales*. Cap. 3, p. 59-72. Madrid, Akal.
- Shaikh, A. (2011) "La primera gran depresión del siglo XXI". *Sin Permiso*. Nº 9.
- Stockhammer, E. (2004) "Financialization and the slowdown of accumulation". *Cambridge Journal of Economics*. Nº 28 (5).
- Stockhammer, E. (2007) "The finance-dominated accumulation regime, income distribution and the present crises". *Papeles de Europa*. Vol. 19.
- World Investment Report 2007. *Transnational Corporations, Extractive Industries and Development*. UNCTAD. (2007). New York and Geneva: United Nations.
- World Investment Report 2013. *Global value chains: Investment and Trade for Development*. UNCTAD. (2013). New York and Geneva: United Nations.

- Vilariño, Ángel. (2011) La crisis financiera: orígenes y desencadenantes. En: Gómez, Pedro José (ed.). Economía política de la crisis. Cap. 1, p. 17-38., Madrid, Editorial Complutense.

6. ANEXOS

Anexo 1: Empresas utilizadas⁴⁴

	NOMBRE DE LA EMPRESA
1.	TELEFÓNICA S.A.
2.	REPSOL S.A.
3.	ACS S.A.
4.	IBERDROLA S.A.
5.	ENDESA S.A.
6.	CEPSA S.A.
7.	GAS NATURAL SDG. S.A.
8.	INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP S.A. ⁴⁵
9.	INMO ALAMEDA S.A.
10.	EL CORTE INGLÉS S.A.
11.	INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL S.A.
12.	B 1998 SL
13.	FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS S.A.
14.	CEMEX ESPAÑA S.A.
15.	ABENGOA S.A.
16.	INVERSION CORPORATIVA S.A.
17.	FERROVIAL S.A.
18.	ACCIONA S.A.
19.	PETROLEOS DEL NORTE S.A.
20.	SEAT S.A.

⁴⁴ La distinción realizada en el apartado 3.4 se refleja en esta tabla destacando en color rojo las "filiales extranjeras".

⁴⁵ Los datos previos a la existencia de esta empresa corresponden a Iberia S.A.

21.	EROSKI SOCIEDAD COOPERATIVA LIMITADA DE CONSUMO
22.	VOLKSWAGEN AUDI ESPAÑA S.A.
23.	COMPañIA DE DISTRIBUCION INTEGRAL LOGISTA S.A.
24.	VODAFONE ESPAÑA S.A.
25.	GALP ENERGIA ESPAÑA S.A.
26.	ACERINOX S.A.
27.	GENERAL MOTORS ESPAÑA S.L.U.
28.	ABERTIS INFRAESTRUCTURAS S.A.
29.	ALCOA INVERSIONES ESPAÑA S.L.
30.	PROSEGUR COMPañIA DE SEGURIDAD S.A.
31.	VOLKSWAGEN NAVARRA S.A.
32.	MERCEDES-BENZ ESPAÑA S.A.
33.	INDRA SISTEMAS S.A.
34.	ELANCO VALQUÍMICA S.A.
35.	LILLY S.A.
36.	MICHELIN ESPAÑA PORTUGAL S.A.
37.	GAMESA CORPORACIÓN TECNOLÓGICA S.A.
38.	PROMOTORA DE INFORMACIONES S.A.
39.	TECNICAS REUNIDAS S.A.
40.	GRIFOLS S.A.
41.	LIDL SUPERMERCADOS S.A.
42.	EADS CONSTRUCCIONES AERONAUTICAS S.A.
43.	BARNA STEEL S.A.
44.	COMSA EMTE S.L.
45.	ATLANTIC COPPER S.L.U.
46.	ELECNOR S.A.
47.	WYETH FARMA S.A.
48.	ORGANIZACION NACIONAL DE CIEGOS ESPAÑOLES
49.	SOCIEDAD GENERAL DE AGUAS DE BARCELONA S.A.

50.	GRUPO ANTOLIN-IRAUSA S.A.
51.	CAMPOFRIO FOOD GROUP S.A.
52.	PLANETA CORPORACION S.L.
53.	CIE AUTOMOTIVE S.A.
54.	PESCANOVA S.A.
55.	CONSUM SOCIEDAD COOPERATIVA
56.	SCHINDLER S.A.
57.	BERGE Y COMPAÑÍA S.A.
58.	RENAULT ESPAÑA COMERCIAL S.A.
59.	NESTLE ESPAÑA S.A.
60.	HEINEKEN ESPAÑA S.A.
61.	SAMSUNG ELECTRONICS IBERIA S.A.
62.	NOVARTIS FARMACEUTICA S.A.
63.	MELIA HOTELS INTERNATIONAL S.A.
64.	NORTIA BUSINESS CORPORATION S.L.
65.	EULEN S.A.
66.	DANONE S.A.
67.	NH HOTELES S.A.
68.	NEFINSA S.A.
69.	BIPADOSA S.A.
70.	MAHOU S.A.
71.	LA SEDA DE BARCELONA S.A.
72.	METRO DE MADRID S.A.
73.	SENER GRUPO DE INGENIERIA S.A.
74.	REGULADORA DE COMPRAS DEL MEDITERRANEO S.A.
75.	ADVEO GROUP INTERNATIONAL S.A.
76.	ROCHE FARMA S.A.
77.	PRISA TELEVISION S.A.
78.	FICOSA INTERNATIONAL S.A.

79.	GERDAU HOLDINGS EUROPA S.A.
80.	EMPRESA DE TRANSFORMACION AGRARIA S.A.
81.	S.A. INDUSTRIAS CELULOSA ARAGONESA
82.	S.A. MINERA CATALANO ARAGONESA
83.	BASF ESPAÑOLA S.L.U.
84.	CEMENTOS MOLINS S.A.
85.	CLECE S.A.
86.	DURO FELGUERA S.A.
87.	INVERMIK S.A.
88.	S.A. DAMM
89.	ALMIRALL S.A.
90.	MEDIASET ESPAÑA COMUNICACION S.A.
91.	BARCELO CORPORACION EMPRESARIAL S.A.
92.	ARCELORMITTAL GIPUZKOA S.L.
93.	SCHNEIDER ELECTRIC ESPAÑA S.A.
94.	DEOLEO S.A.
95.	DU PONT IBERICA S.L.
96.	ENCE ENERGIA Y CELULOSA S.A.
97.	FINANCIERA MADERERA S.A.
98.	ZARDOYA OTIS S.A.
99.	CORPORACION EMPRESARIAL PASCUAL S.L.
100.	ASEA BROWN BOVERI S.A.
101.	VEGO SUPERMERCADOS S.A.
102.	BON PREU S.A.
103.	VISCOFAN S.A.
104.	CONDIS SUPERMERCATS S.A.
105.	TECH DATA ESPAÑA S.L.
106.	PAPELES Y CARTONES DE EUROPA S.A.
107.	INSTALACIONES INABENSA S.A.

108.	CEMENTOS PORTLAND VALDERRIVAS S.A.
109.	GRUP SUPECO MAXOR S.L.
110.	CASA TARRADELLAS S.A.
111.	ERCROS S.A.
112.	BEFESA MEDIO AMBIENTE S.A.
113.	ARMANDO ALVAREZ S.A.
114.	D.E COFFEE & TEA SOUTHERN EUROPE S.L.
115.	UNILEVER ESPAÑA S.A.
116.	LG ELECTRONICS ESPAÑA S.A.
117.	ADECCO IBERIA S.A.
118.	AREAS S.A.
119.	URALITA S.A.
120.	VOCENTO S.A.
121.	COMPañIA LOGISTICA DE HIDROCARBUROS S.A.
122.	ARBORA S.A.
123.	QUIMIDROGA S.A.
124.	IFA ESPAÑOLA S.A.
125.	PHILIP MORRIS SPAIN S.L.
126.	INGRAM MICRO S.L.
127.	AIR NOSTRUM LINEAS AEREAS DEL MEDITERRANEO S.A.
128.	IBM GLOBAL SERVICES ESPAÑA S.A.
129.	VESTAS NACELLES SPAIN S.A.
130.	REFRESCOS ENVASADOS DEL SUR S.A.
131.	BENTELER IBERICA HOLDING S.L.
132.	LUIS CALVO SANZ S.A.
133.	TRW AUTOMOTIVE ESPAÑA S.L.
134.	ARCELORMITTAL SESTAO S.L.
135.	GRUPO GENERAL CABLE SISTEMAS S.A.
136.	NOKIA SPAIN S.A.

137.	BASELL POLIOLEFINAS IBERICA S.L.
138.	SANOFI AVENTIS S.A.
139.	TUBACEX S.A.
140.	PHILIPS IBERICA S.A.
141.	JOHN DEERE IBERICA S.A.
142.	OPERADORES VACACIONALES S.L.
143.	NANTA S.A.
144.	ALIMERKA S.A.
145.	BOEHRINGER INGELHEIM ESPAÑA S.A.
146.	SOCIEDAD DE COMPRAS MODERNAS S.A.
147.	MECALUX S.A.
148.	INDUSTRIAS LACTEAS ASTURIANAS S.A.
149.	GRUPO EMPRESARIAL ORTIZ S.L.
150.	ASTRAZENECA FARMACEÚTICA HOLDING SPAIN S.A.
151.	EMPRESA MUNICIPAL DE TRANSPORTES DE MADRID S.A.
152.	ARVAL SERVICE LEASE S.A.
153.	COMPañIA TRASMEDITERRANEA S.A.
154.	LABORATORIOS DEL DR ESTEVE S.A.
155.	TUBOS REUNIDOS S.A.
156.	GRUP SERHS S.A.
157.	EUROFIEL CONFECCION S.A.
158.	ALUMINIO ESPAÑOL S.A.
159.	SOCIEDAD GENERAL ESPAÑOLA DE LIBRERÍA, DIARIOS, REVISTAS Y PUBLICACIONES S.A.
160.	CORPORACION EMPRESARIAL ONCE S.A.
161.	GRANDES ALMACENES FNAC ESPAÑA S.A.
162.	RANDSTAD EMPLEO EMPRESA DE TRABAJO TEMPORAL S.A.
163.	GRUPO TAVEX S.A.
164.	INDUSTRIAS CARNICAS LORIENTE PIQUERAS S.A.
165.	SANTA BARBARA SISTEMAS S.A.

166.	EXIDE TECHNOLOGIES S.L.
167.	COMPañIA LEVANTINA DE BEBIDAS GASEOSAS S.A.
168.	ALUMINA ESPAñOLA S.A.
169.	VIAJES IBEROJET S.A.
170.	INGETEM S.A.
171.	UBE CORPORATION EUROPE S.A.
172.	TECNOCOM TELECOMUNICACIONES Y ENERGIA S.A.
173.	THYSSENKRUPP ELEVADORES S.L.
174.	AMPER S.A.
175.	FREIXENET S.A.
176.	FINANZAUTO S.A.
177.	SEMARK AC GROUP S.A.
178.	ACEITES DEL SUR-COOSUR S.A.
179.	NATRA S.A.
180.	EUREST COLECTIVIDADES S.L.
181.	ACCENTURE OUTSOURCING SERVICES S.A.
182.	CORITEL S.A.
183.	NORBERT DENTRESSANGLE GERPOSA S.L.
184.	COTYASTOR S.A.
185.	GEARBOX DEL PRAT S.A.
186.	BECTON DICKINSON S.A.
187.	CHEP ESPAñA S.A.
188.	UNIDECO S.A.
189.	CORPORACION MASAVEU S.A.
190.	MINERALES Y PRODUCTOS DERIVADOS S.A.
191.	NORTHGATE ESPAñA RENTING FLEXIBLE S.A.
192.	THALES ESPAñA GRP S.A.U.
193.	COVIDIEN SPAIN S.L.
194.	MIQUEL Y COSTAS & MIQUEL S.A.

195.	ORACLE IBERICA S.L.
196.	GONZALEZ BYASS S.A.
197.	GRUPO EZENTIS S.A.
198.	FAES FARMA S.A.
199.	AMCOR FLEXIBLES ESPAÑA S.L.
200.	CODORNIU S.A.
201.	ZELTIA S.A.
202.	EPSA INTERNACIONAL S.A.
203.	AN AVICOLA MELIDA S.L.
204.	ECO MORA S.A.
205.	SNIACE S.A.
206.	AZKOYEN S.A.
207.	JOHNSON CONTROLS ALAGON S.A.
208.	VERIFICACIONES INDUSTRIALES DE ANDALUCIA S.A.